بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك

كليّة الاقتصاد والعلوم الاداريّة

قسم العلوم الماليّة والمصرفيّة

رسالة ماجستير بعنوان:

أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة 2001-2012: (دراسة تطبيقيّة)

The Impact of Firm's Characteristics on the Speed of Target Capital Structure Adjustment of Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange for the Period 2001-2012: (An Empirical Study)

إعداد

رحمة أحمد محمد الرضوان

2010720013

إشراف الدكتور

زياد محمد زريقات

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية

يوليو-2014

أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة ٢٠٠١-٢٠١٢: (دراسة تطبيقيّة)

The Impact of Firm's Characteristics on the Speed of Target Capital Structure Adjustment of Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange for the Period 2001-2012: (An Empirical Study)

إعداد

رحمة أحمد محمد الرضوان

بكالوريوس رياضيات – جامعة اليرموك – إربد – الأردن لعام ٢٠١١

قدمت هذه الرسالة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في تخصّص العلوم الماليّة والمصرفيّة من جامعة اليرموك، إربد – الأردن .

وافق عليها

الدكتور زياد زريقات ....مشرفا رئيسا

الأستاذ الدكتور منى مولا..عضوا

الأستاذ الدكتور أحمد العمري..عضوا

تاريخ تقديم الرسالة:

٢٠١٤\٧\٢٤

الإهداء

إلى من جعل مشواري العلمي ممكنا وعلمني كيف الصعود، إلى من حمل لي شعلة تلذذ بحروقاتها في يديه لينير لي دربي، إلى من سعى لأنعم بالراحة والسعادة، إلى الذي علمني العزة وكحل عيني بالكبرياء، إلى ذاك الرجل الذي ما زالت عينيه تصنعني طفلة حتى اللحظة، إلى من لا تفيه كلمات الدنيا لشكره وتقديره إليك يا أبي الحبيب....."حفظك الله"

إلى من تحت قدمها تكمن الجنة، إلى من لا يكفيها أن اكتب لها أكثر من عدد قطرات مياه بحار الأرض جميعا، إلى نبع الحنان الذي يفيض بلا حدود، إلى نوارة الدنيا بكل متاهاتها المعتمة، إلى من هي أقرب إلي من روحي، إلى من كان دعاؤها سببا لنجاحي، إلى من يسعد قلبي بلقياها، إليك يا نور عيني إليك يا أمي الحبيبة......"حفظك الله "

إلى من تذوقت معهم أجمل اللحظات وجمعني وإياهم سعادة بيت واحد

إلى من أستمد منهم عزتي وإصراري

إليكم إخواني وأخواتي أحباب قلبي ......"وفقكم الله"

إلى من سار معي نحو الحلم خطوة بخطوة... بذرناه معا .. وحصدناه معا..

وسنبقى معا بإذن الله

إليك حبيبي حمزة....."حماك الله"

إلى من رافقني في مشوار دراستي وجعلهم الله أخوتي بالله ... إلى صديقاتي وزملائي وزميلاتي وإلى كل من يعرفني ويحبني ...

إليكم جميعا أهدي هذا العمل المتواضع مع خالص الشكر والاحترام والتقدير

رحمة أحمد الرضوان

شكر وتقدير

الحمد لله والصلاة والسلام على أشرف المرسلين وعلى آله وصحبه أجمعين وبعد، فإنني حمد الله تعالى وأشكره على نعمته وكرمه وتوفيقه لإتمام هذا العمل المتواضع .

أتقدم بخالص الشكر والتقدير وعظيم العرفان للذي لا تفيه الكلمات حقّه، وتعجز عن التعبير أمام صنيعه، لأستاذي الفاضل الدكتور زياد زريقات الذي مدّني من منابع علمه بالكثير، والذي ما توانى يوما عن مدّ يد المساعدة لي، لتكرّمه بقبول الإشراف على هذه الرسالة، فله مني كل الاحترام والتقدير وجزاه الله عني خير الجزاء .

كما أتقدم بخالص الشكر والامتنان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على تفضلهم بقبول مناقشة الرّسالة والحكم عليها في سبيل تطوير هذا العمل المتواضع كلا من الأستاذ الدكتور منى مولا والأستاذ الدكتور أحمد العمري

وأسمى عبارات الشكر والتقدير لتلك الشموع التي تحترق لكي تنير دروبنا لكل من علمني حرفا، وأختّص بالذكر كلّ أساتذتي في جامعة اليرموك الحبيبة. ويطيب لي أيضا أن أسجلّ عميق شكري وتقديري لكل من قدّم لي يد المساعدة وساندني.

رحمة أحمد الرضوان

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

ملخص الدّراسة

الرضوان، رحمة أحمد. أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة 2001-2012: (دراسة تطبيقيّة)، رسالة ماجستير بجامعة اليرموك، 2014. إشراف: د. زياد زريقات

هدفت الدّراسة إلى التعرف إلى أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة من 2001 إلى 2012. استخدمت الدّراسة كلا من حجم الشركة، والربحيّة، وفرص النمو، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد، والتدفق النقدي الحر وتوزيع الأرباح كمؤشرات لخصائص الشركة، كما استخدمت الدّراسة متغير الانحراف عن المستوى الأمثل لهيكل رأس المال لاستقصاء ما إذا كانت الشركات الأردنيّة لديها مستوى أمثل لهيكل رأس المال وكم تبلغ سرعة التعديل باتجاه ذلك المستوى . واستخدمت السلاسل الزمنيّة للبيانات المقطعيّة ل 53 شركة صناعيّة لتقدير معادلة الانحدار باستخدام أسلوب الأثر الثابت والأثر العشوائي، وتوصلت الدّراسة إلى أنّ متوسط الرفع المالي بلغ 31.786 في الشركات الصناعيّة الأردنيّة . كما توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من مستوى الرفع المالي، وحجم الشركة وفرص النمو، وأظهرت الدّراسة علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من ربحيّة الشركة، وتوزيع الأرباح من ناحيّة ومستوى الرفع المالي من ناحيّة أخرى، ولم تجد الدّراسة أي علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من التدفق النقدي الحر والوفورات الضريبيّة من غير الفوائد من جهة ومستوى الرفع المالي من جهة أخرى. وباستخدام النموذج الوهمي التفاعلي لاستقصاء أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل توصلت الدّراسة إلى وجود أثر واضح لكل من حجم الشركة،

وفرص النمو، وتوزيع الأرباح على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل. وتوصي الدّراسة بالعمل على توزيع الأرباح في حال ارتفاع معدل التدفق النقدي الحر، ومن ثم اللجوء إلى التمويل بالدين للحد من صراع الوكالة داخل الشركات.

الكلمات المفتاحيّة: الشركات الصناعيّة الأردنيّة، سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل، نظريّة التبادل، نظريّة أولويات التمويل، نظريّة الوكالة، نظريّة التدفق النقدي الحر.

Abstract

Al-Radwan , Rahma Ahmad. The Impact of Firm's Characteristics on the Speed of Target Capital Structure Adjustment of Industrial Companies Listed on the Amman Stock Exchange for the period 2001-2012 : (An Empirical Study) , Master Thesis in Yarmouk University ,2014. Supervisor: Dr. Ziad Zraiqat

The study aimed at investigating the impact of firm's characteristics on the speed of target capital structure adjustment of industrial companies listed on the Amman Stock Exchange during the period 2001-2012. The study used the company size, profitability, growth opportunities, non-debt tax shields, free cash flows and distribution of profits as indicators of firm's characteristics. It also uses deviation from target variable to investigate whether Jordanian companies have a target leverage ratio and how fast they to move toward that target . The study used time sequence of cross-sectional data from 53 industrial companies to estimate regression equation by using fixed effect and random effect .The findings of the study showed the average of leverage was 31.786 in the Jordanian industrial companies. The study also found that there is a positive statistical significance between the leverage, the size of the company and the growth opportunities on one hand, and the leverage from the other hand. The study also found that there is a negative statistical significance between the company 'profitability and the distribution of profits on one hand and the leverage from the other hand. The study didn't find any statistical significant relationship between the free cash flow and non-debt tax shields on one hand, and the leverage from the other hand. By using interaction dummy form in order to investigate the impact of the company characteristics , the study found that there is a clear impact of the size of the company , the chances of growth and the distribution of profits on the speed of adjustment of the target capital structure .The study recommends when distribute profits in case of increasing in the rate of free cash flows, then turning into financing by debt in order to limit agency conflict inside companies .

Keywords: Jordanian Industrial Companies, The speed of adjustment of the target capital structure , Trade-off Theory, Pecking Order Theory, The agency theory, Free Cash Flow Theory.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1 المقدمة

1-2 مشكلة الدّراسة

1-3 أهداف الدّراسة

1-4 أهميّة الدّراسة

1-5 هيكل الدّراسة

1-6 فرضيات الدّراسة

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

1-1المقدّمة

منذ دراسة (Modigliani and Miller, 1958) التي خلصت إلى عدم وجود تأثير لهيكل رأس المال على قيمة الشركة، واعتمادا على مجموعة من الفرضيات غير الواقعيّة التي تشكلت على أساسها مثاليّة سوق رأس المال، بدأت الفرضيات حول هيكل رأس المال والعوامل المؤثرة في قرار تمويل الشركة بالظهور، نقض العديد من الباحثين والدارسين الكثير من الفرضيات لغياب مثاليّة سوق رأس المال في ظلّ وجود العديد من المعوّقات والتي تحصل من قرارات الشركة الماليّة وأثرها على قيمة الشركة. ومن بين هذه النظريات: نظريّة التبادل (Trade-Off Theory) التي تعتمد في أساسها على عوامل مثل: تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة والدرع الضريبي، حيث اعتبر (Myers,1984) أن الشركات التي تتبع هذه النظريّة عند صياغة هيكل رأس المال تقوم بوضع مستوى مستهدف من المديونيّة وتتحرك إليه بشكل تدريجي، وتأخذ بعين الاعتبار النتائج الإيجابيّة المتحققة من الوفورات الضريبيّة مع النتائج السلبيّة من تكاليف الافلاس الناتجة عن التمويل بالمديونيّة وبتحقيق هذه الموازنة تتمكن الشركات من الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل، إلى جانب نظريات أخرى مثل نظريّة ترتيب أولويات التمويل (Pecking Order Theory) التي تعتمد على تباين أو عدم تجانس المعلومات بين إدارة الشركة والمستثمرين، وتم تطوير هذه النظريّة عن طريق (Myers and Majluf,1984) والتي ترى أن هناك ترتيبا تسلسليا لمصادر التمويل المختلفة لدى الشركات، إذ يفضل التمويل

عن طريق المصادر الداخليّة والمتمثلة بالأرباح المحتجزة في البدايّة، بعد ذلك يتم الإتجاه إلى التمويل الخارجي بشقيه أولا: التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك والشركات الماليّة وثانيا التمويل عن طريق الإصدارات الجديدة من السندات والأسهم، فضلاً عن نظريّة الوكالة (Agency Theory) التي طوّرت عن طريق (Jensen and Meckling,1976) حيث وضحت أن هناك نوعين من تضارب المصالح الأول بين مديري الشركات والمساهمين، وذلك يحدث بسبب تقديم المنفعة الشخصية للمديرين على مصلحة الشركاء، والثاني بين المساهمين والمقرضين.

هذا وقد تم إجراء العديد من الدراسات بهدف اختبار هذه النظريات في العديد من الدراسات في محاولة تفسير قرار التمويل، وكانت نتائجها مختلفة، مما نتج عنه إجماع قليل واختلاف كبير حول كيفيّة اختيار الشركة لهيكل التمويل، ولا يزال هناك الكثير من الاختلافات بين النظريّة والتطبيق بحاجة لمزيد من الفهم.

ونتيجة لتعدد التفسيرات لقرار التمويل، ولكثرة العوامل التي تؤثر في هيكل تمويل الشركة، فهناك صعوبة في تحديد عامل واحد يكون المسؤول الوحيد عن تفسير قرار التمويل، وما يجعل التفسير أكثر صعوبة الدور الذي يلعبه عدم التجانس في المعلومات بين المديرين والمستثمرين في التأثير في قرار التمويل.

كما توصلت دراسة (Berk,2005) إلى أن كثيرا من خصائص الشركة التي تؤثر في هيكل رأس المال في الدول المتقدمة لم تكن ذات دلالة إحصائيّة في تفسير قرار التمويل في الدول الأقل تقدما. ولكون أسواق الدول الناميّة تتّسم بمحدوديّة المنافسة وتدني مستوى الشفافيّة ومستوى حمايّة المستثمرين وهو ما يجعل من وجود مشاكل الرقابة وعدم تماثل

المعلومات مشاكل تحدّ من قدرة الشركات على توفير التمويل الخارجي اللازم لفرصها الاستثماريّة بأسعار منافسة (Zurigat & Mwalla,2011). ومن هنا جاءت الدراسة الحالية لتركز على التعرّف إلى أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل للشركات الصناعيّة الأردنيّة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنيّة من 2001 إلى 2012.

1-2 مشكلة الدّراسة

إن حالة عدم الاستقرار الناجمة عن الأزمة الماليّة الاقتصاديّة العالميّة أثرت بشكل كبير على أداء معظم الشركات العاملة في الأردن إذ فقدت هذه الشركات جزءا من أسواقها النشطة في الدول المجاورة، مما أثر سلبا على هيكل رأس مال تلك الشركات وقيمتها السوقيّة، فانخفاض الربحيّة أدى ببعض الشركات إلى تراجع قدرتها على التمويل الداخلي، وانخفاض مستوى سيولة رأس المال والسياسات الائتمانيّة المشددة أدى إلى ارتفاع تكاليف التمويل الخارجي، مما أثر سلبا على قيمة تلك الشركات في السوق.

وبما أن سوق رأس المال الأردني سوق صغير، فإن المعلومات لا تتاح للمستثمرين بسهولة، مما يشكل الكثير من المخاطر عليهم، وبالتالي من المتوقع أنهم سوف يطالبون بعلاوة أعلى أو تخفيض الأسعار أو إصدار أسهم جديدة، لأنهم غير قادرين على رصد جميع المشاريع الاستثماريّة وسلوك الإدارة، وهذا يرفع من تكاليف التمويل الخارجي ومن ثم حث الشركات الأردنيّة إلى الاعتماد على التمويل الداخلي من الأرباح المحتجزة بدلا من التمويل الخارجي، (Zurigat,2009)، حيث أدى ذلك إلى الاستمرار في إجراء الدراسات في كل مجال يتعلق بمحددات هيكل رأس المال، وذلك من أجل الوصول إلى الأسس النظريّة والعمليّة، التي يمكن

الاعتماد عليها عند تحديد مكوناته، ومن هنا تكمن مشكلة هذه الدّراسة للتعرف على أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة الأردنيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة مابين 2001 إلى 2012.

1-3 أهداف الدّراسة

تهدف هذه الدّراسة إلى التعرف إلى خصائص الشركة التي تؤثر على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة الأردنيّة المدرجة في بورصة عمان للفترة من 2001 إلى 2012. باستخدام نموذج الانحدار المتعدد لتحليل السلاسل الزمنيّة للبيانات المقطعيّة وهو ما يعرف ب (Panel Data)، والتي يمكن تحليلها باستخدام نموذج الأثر الثابت والأثر العشوائي، واعتمادا على نتائج الاختبارات الملائمة لمثل هذا النوع من البيانات لتحديد أفضل الطرق القياسيّة لمعالجة بيانات الدّراسة، وذلك للتنبؤ بوجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين خصائص الشركة ومستوى الرفع المالي، للوقوف على مدى الانسجام مع نتائج الدراسات السابقة التي حددت كثيرا من الخصائص التي تؤثر في هيكل رأس المال.

1-4 أهميّة الدّراسة

يعتبر اتخاذ قرار التمويل بشأن اختيار التركيب الأمثل لهيكل رأس المال للشركة من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة الشركة اتخاذها بشكل مستمر ومتزامن مع تحقيق الشركة للنجاح والتوسع حيث اختيار هذا التركيب من دون احتساب تأثير خصائص الشركة عليه ينتج عنه كلف مختلفة وبالتالي قرارات تمويليّة مختلفة، ومن هنا تبرز أهميّة الدّراسة حيث سيتم التركيز على خصائص الشركة التي تؤثر على هيكل رأس المال ومدى استخدام الشركة للديون في سبيل تمويل هيكل رأس المال بالاعتماد على هذه الخصائص، خاصة وأن اتخاذ قرار التمويل الأمثل يؤدي إلى تحقيق أهداف الشركة، وكذلك فإن هيكل رأس المال واحد من أهم مواضيع التمويل.

ومن هنا تكمن أهميّة الدّراسة في إمكانيّة استخدام نتائجها كأدوات مساعدة وكمؤشر على الآثار الجانبيّة للمتغيرات الاقتصاديّة وحالات عدم الاستقرار بالمنطقة وتأثيرها على الشركات الصناعيّة نتيجة الأزمة الماليّة التي عصفت باقتصاديات الدول المتقدمة والناميّة على حد سواء، حيث بدأت بوادرها في سنة 2007 وبرزت أكثر سنة 2008، كما إن التعرف إلى أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل سوف يساعدها في المستقبل على المحافظة على قيمة الشركة، ومعالجة الخصائص التي تؤثر سلبا على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

مما سبق وفي حدود علم الباحثة يمكن القول بأن الدّراسة تعود بالنفع على إدارة الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الزمنيّة من 2001 إلى 2012، حيث إنها تبين أهم خصائص الشركة التي تؤثر على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل إذ تساعد في اتخاذ القرار التمويلي الأمثل والذي يؤدي إلى تحسين الأداء للشركات، كما تحاول الخروج بتوصيات تساعد هذه الشركات في التركيز على أهم الخصائص التي تؤثر على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

1-5 فرضيات الدّراسة

- **الفرضيّة الأولى:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وحجم الشركات.
- **الفرضيّة الثانيّة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والربحيّة.
- **الفرضيّة الثالثة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وفرص النمو.

- **الفرضيّة الرابعة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والتدفق النقدي الحر.
- **الفرضيّة الخامسة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد.
- **الفرضيّة السادسة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وتوزيع الأرباح.

6-1 هيكل الدّراسة

تهتم الدّراسة الحاليّة بدراسة أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل للشركات الصناعيّة، وذلك في ستة فصول هم، الفصل الأول تناول الإطار العام للدراسة من خلال: مشكلة الدّراسة، وأهدافها، وأهميتها، وهيكلها. في حين تناول الفصل الثاني الإطار النظري لهذه للدراسة، إذ يتطرق إلى مفهوم هيكل رأس المال، بالإضافة إلى التطرق إلى نظريات هيكل رأس المال ودوافعها، كما يتضمن العوامل المؤثرة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل. أما الفصل الثالث تناول الدراسات السابقة التي تطرقت للموضوع، إضافة إلى أهم ما يميز هذه الدّراسة عن سابقاتها. و الفصل الرابع خصص لمنهجيّة الدّراسة، بالتعريف بعينة الدّراسة وبيانات الدّراسة ومتغيرات الدّراسة، إضافة إلى النموذج المستخدم لاختبار الفرضيات، والأساليب المستخدمة في التحليل. أما الفصل الخامس فقد تناول تحليلاً مفصلاً للنتائج المتوصل إليها. أما الفصل السادس تضمن ملخصا للنتائج التي توصلت إليها الدّراسة، وأبرز الاستنتاجات والتوصيات المقترحة وأهم المحددات التي واجهتها الدّراسة.

الفصل الثاني

الإطار النظري لهيكل رأس المال

2-1 تمهيد

2-2 مفهوم هيكل رأس المال

2-3 نظريات صياغة هيكل رأس المال

2-3-1 نظريّة التبادل

2-3-2 نظريّة أولويات التمويل

2-3-3 نظريّة الوكالة

2-3-4 نظريّة التدفق النقدي الحر

2-4 العوامل المؤثرة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل

الفصل الثاني

الإطار النظري لهيكل رأس المال

2-1 تمهيد

إن من أكثر المواضيع أهميّة في تمويل الشركات هو تحديد الكيفيّة التي ينبغي للشركات استخدامها لتمويل استثماراتها، وهذا ما يعرف باسم مشكلة قرارات هيكل التمويل، وهناك العديد من النظريات التي بحثت في كيفية اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل والذي بدوره يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقيّة للشركة، كما حاولت الكثير من الدراسات البحث عن وجود هيكل رأس المال الأمثل للشركة، إذ يعتقد بعضهم أن تكوين مزيج التمويل لا يؤثر على تكلفة رأس المال أي أن هيكل رأس المال ليس له أهميّة في تقييم الشركة، فيما يرى آخرون بأنه يتم تحديد تكلفة رأس المال من خلال مكونات هيكل رأس المال.

قدمت دراسة (Modigliani and Miller,1958) أول نظرية لهيكل رأس المال، والتي نصت على افتراض مثاليّة سوق رأس المال (Perfect Market) في ظل غياب معوقات السوق، حيث تكون أسواق رأس المال مثاليّة عندما يكون المستثمرون لديهم الحريّة في بيع وشراء الأوراق الماليّة دون أن يتضمنها أي تكاليف، ولديهم القدرة على الاقتراض بنفس سعر الفائدة الذي تقترض به الشركات، وبالتالي سيتمتع المستثمرون بنفس فرص التمويل المتاحة للشركات، وهذا ما يجعل عمليات المراجحة واردة في السوق المالي، كما يتمتع المتعاملون في هذا السوق بالمعرفة الجيدة والكاملة لأوضاع السوق بسبب توفر المعلومات لهم جميعا في نفس الوقت، ولا توجد قيود مفروضة عليهم، وكذلك لا توجد ضرائب مفروضة على الدخل، وعليه فإن هذه النظريّة لم تعط أيّة أفضليّة لأي مصدر تمويل على حساب الآخر سواء كان مصدرا تمويليا

خارجيا من ديون وإصدارات جديدة أو مصدرا تمويليا داخليا عن طريق الأرباح المحتجزة في تأثيره على القيمة السوقيّة للشركة، ومن هنا أشار (Modigliani and Miller,1958) إلى أنّ هيكل رأس المال لا يؤثر على القيمة السوقيّة للشركة. وقد افترضت هذه النظريّة أيضا إلى أنّ الشركة يمكن تقسيمها إلى مجموعات على أساس درجة المخاطر التي ينطوي عليها النشاط، حيث إنّ كل شركة داخل المجموعة تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر، كما أن الشركات تتبع سياسة تقتضي توزيع كل أرباحها، مما يعني أنه لا يوجد أرباح محتجزة. وقد خرج الباحثان بنتيجة خلاصتها أن القيمة السوقيّة للشركة لا تتأثر بهيكل رأس المال.

إنّ الفرضيات التي استندت إليها هذه النظريّة خلقت جدلا واسعا في أوساط الباحثين في مجال الإدارة الماليّة، من حيث واقعيتها وتوافقها مع واقع الأسواق الماليّة سواء في الدول الناميّة أو المتقدمة، وقد تعرضت هذه الفرضيات إلى مجموعة من الانتقادات مثل كون سوق المنافسة التامة والتي قامت عليها النظريّة غير موجودة أصلا، كما أن هناك تباينا في أسعار فائدة الاقتراض ما بين الأفراد والشركات، وغيرها من الانتقادات. إلاّ أنّ (Modigliani and Miller,1963) عادا ليؤكدا أن هناك منافعاً للدين تساهم في رفع القيمة السوقيّة للشركة، حيث افترضا الإعفاء الضريبي للدين على اعتبار أن الفوائد المدفوعة على الدين تقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تخفيض تكاليف الدين، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقيّة للشركة. وبناءً على ذلك توصل (Modigliani and Miller,1963) إلى أن قيمة الشركة التي تعتمد على الدين تساوي قيمة شركة أخرى لا تعتمد على الدين، بالإضافة إلى الاستفادة من الوفر الضريبي من خلال استخدام الدين، كما أن تكلفة إصدار الأسهم لشركة تعتمد على الدين تساوي تكلفة إصدار الأسهم لشركة أخرى لا تعتمد على الدين، في حال تساوى مستوى الخطورة وعلاوة الخطورة مضروبا في الوفر الضريبي في كليهما.

وعلى الرغم من انتقادات (Modigliani and Miller,1958) إلا أنّ عملهما ما زال قائما باعتباره الأساس في تمويل الشركات، والسبب في ذلك يعود إلى أنهما قدما في مجال تمويل الشركات من خلال نموذجهم وافتراضاتهم في (Modigliani and Miller,1958) أداة من أجل التحليل المنهجي للعوامل المؤثرة في هيكل رأس المال، وبافتراض هذه الدّراسة لمثاليّة سوق رأس المال باستثناء بعض العوامل مثل الضرائب، وتكاليف الإفلاس، وتماثل المعلومات، وتكاليف الوكالة وغيرها، فإنها سلطت الضوء على العوامل التي جعلت هيكل رأس المال ذا أهميّة، وعندها يمكن اختبار الفرضيات بشكل منهجي وبطريقة منظمة وهذا ما سهل من تطوير العديد من نظريات هيكل رأس المال.

2-2 مفهوم هيكل رأس المال

من خلال ما سبق يتبين أن الهدف الرئيس لإدارة الشركة هو تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة في السوق المالي من خلال اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل من ديون وإصدارات جديدة، والذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال والتي تتم عن طريق مقارنة تكاليف وفوائد استخدام الدين في تمويل الشركات. حيث تختلف الشركات في المزيج المستخدم لهيكل رأس المال وذلك نتيجة لاختلاف استخدامها لمصادر التمويل المتاحة، وهذا له دور مهم في قراراتها التمويليّة الذي بدوره يؤثر على قراراتها الاستثماريّة.

تتألف الإدارة المالية في الشركات من قرارين رئيسيين هما: قرار الاستثمار وقرار التمويل، إن قرار الاستثمار يتعلق بتعريف مشاريع الاستثمار الرأسمالي الرابحة ومن ثم تحديد الحجم الأمثل للموازنة الرأسماليّة، أما قرار التمويل فإنه يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات الشركة (أبو شربة، 2005)، ولعله من الضروري هنا التفريق بين مفهومين لبنيّة

التمويل للشركة، الأول مفهوم هيكل التمويل (Financial Structure) ويتعلق بكيفيّة تمويل إجمالي موجودات (استثمارات) الشركة، ويتمثل ذلك بالجانب الأيسر للميزانيّة العموميّة، أي جانب المطلوبات وحقوق المساهمين الذي يبين كافة وسائل التمويل التي تستخدمها الشركات. أما المفهوم الثاني الذي سوف تتحدث عنه الدّراسة الحاليّة، فهو هيكل رأس المال (Capital Structure) ويتعلق بمصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة كالديون طويلة الأجل والأسهم التفضيليّة والأسهم العاديّة والأرباح المحتجزة، بمعنى أن هيكل تمويل الشركات يعتبر أكثر شموليّة من هيكل رأس المال، وكما هو معروف هناك مصدران أساسيان للتمويل هما أموال الدين وأموال الملكيّة، ويتم التمويل بالملكيّة (Equity Financing) عن طريق إصدار الأسهم العاديّة أو احتجاز الأرباح (Retention of Earnings) في الشركة، ويتم التمويل بالدين (Debt Financing) عن طريق الاقتراض (قصير أو طويل الأجل) أو بإصدار سندات الدين، وهناك مصدر آخر للتمويل بإصدار أسهم تفضيليّة (Preferred Stock)، تجمع بين خصائص الأسهم العاديّة والدين، وهذه الأسهم ليس لها فترة استحقاق كما بالأسهم العاديّة، كذلك فإنها تشبه السندات لكونها توزع معدل ربح ثابت، ولها أولويّة في الحصول على أرباح الشركة وعلى القيمة التصفويّة للشركة في حال إفلاسها (الميداني، 2004).

يشكل هيكل رأس المال العنصر الأساس في الشركات المعنيّة في الدّراسة، فمن الملائم تعريف ما يعنيه بالضبط مفهوم هيكل رأس المال، فقد كانت هناك العديد من التعاريف التي استخدمت في أدب هيكل رأس المال، حيث عرف (Brealey, Myers and Marcus,2009) هيكل رأس المال بأنه " مزيج من الديون طويلة الأجل مع تمويل أسهم رأس المال". ولأن هيكل رأس المال يرتبط بالطريقة التي تمول فيها الشركات أصولها فإنه من غير الملائم أن تتضمن

الديون طويلة الأجل وتمويل أسهم رأس المال في تعريف هيكل رأس المال فقط باعتبار أن الشركة تستطيع أن تصدر ديون قصيرة الأجل أو ديون قابلة للتحويل من أجل توفير التمويل اللازم، وبالتالي ستختار الشركة التمويل الأفضل لتمويل أصولها. وبالمثل يرى (Welch,2011) بأنّ هيكل رأس المال يتم تمويله عن طريق الديون وحقوق الملكيّة فقط، حيث يتم قياس إجمالي المطلوبات إلى إجمالي الأصول، ووفقا لذلك فإن مقياس الرفع المالي يشير إلى أن هيكل رأس المال يتكون من جميع المستحقات سواء الماليّة وغير الماليّة، وحقوق الملكيّة على الشركة. وبناءً على ما جاء في الاستعراض الأدبي ونظريات هيكل رأس المال، فإنه من الكافي استخدام تعريف هيكل رأس المال بين التعريفين الواردين أعلاه، باعتبار أن هيكل رأس المال يعرف بأنه مزيج من الديون الماليّة بما فيها الديون طويلة الأجل والديون قصيرة الأجل والديون القابلة للتحويل وحقوق الملكيّة، كما أن هذا المفهوم قادر على توضيح الآثار المترتبة على نظريات هيكل رأس المال التي سيتم توضيحها في هذه الدّراسة.

3-2 نظريات هيكل رأس المال

إن من أكثر المواضيع التي يتم بحثها ومناقشتها ضمن مفهوم الإدارة الماليّة هو تحديد هيكل التمويل الأمثل لدى الشركة، فيعرف هيكل رأس المال كمزيج معين من الديون والأسهم التي تستخدمها الشركة لتمويل استثماراتها، ولقد قدم الباحثون عددا كبيرا من النظريات التي تبحث في هيكل رأس المال الأمثل، وقدموا تفسيرا لأسباب اختلاف هيكل رأس المال من شركة إلى أخرى، إذ تستند هذه النظريات على عدم تماثل المعلومات وفوائد الضرائب المرتبطة باستخدام الدين وتكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة، والآن سيتم التطرق إلى أهم هذه النظريات:

1-3-2 نظريّة التبادل (Trade off Theory):

يعود أساس هذه النظريّة إلى دراسة (Modigliani & Miller,1963) التي أشارت إلى الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه باستخدام أموال الاقتراض. وتؤكد النظريّة على وجود هيكل رأس مال أمثل للشركة الذي تتحقق عنده أعلى قيمة لها، ويحدد ذلك عند المستوى الذي تتساوى عنده المنافع الحديّة للوحدة الإضافيّة من الدين مع تكاليفها الحديّة، كما تأخذ هذه النظريّة كل من منافع انخفاض تكاليف وكالة التدفقات النقديّة الحرة (Reduction of free cash flow agency cost) ، والوفر الضريبي (Tax Shield)، وتكاليف الإفلاس (Bankruptcy Costs)، وتكاليف الوكالة للدين (Agency cost of Debt) بعين الاعتبار في تفسير الاختلاف في قرار تمويل أنشطة الشركة. وبناءً على هذه النظريّة فإن أكثر العوامل تأثيرا في هيكل رأس المال الأمثل تتمثل في ربحيّة الشركة، وطبيعة الأصول التي تمتلكها الشركة، والضرائب، وذلك لأن هذه العوامل لها تأثير على حجم المنافع والتكاليف التي قد تتحملها الشركة نتيجة لاعتمادها على الاقتراض.

- **الضرائب وهيكل رأس المال:**

أشارت دراسة (Modigliani & Miller,1963) إلى الموازنة بين فوائد التمويل وتكاليفه باستخدام أموال الدين، كما تجاهلت هذه الدّراسة تكاليف الإفلاس (Bankruptcy Costs)، وتكاليف الوكالة للدين (Agency cost of Debt)، لأن وجود مثل هذه التكاليف قد يفوق المنافع الضريبيّة لها، مما يشير إلى أن هناك حداً معيناً لاستخدام الدين لتعظيم القيمة السوقيّة للشركة. حيث قدمت دراسة (Modigliani & Miller,1963) الإعفاء الضريبي للدين والذي يجعل تكلفة التمويل بالدين أقل من تكلفة التمويل بالأسهم، وهذا بدوره يزيد من القيمة السوقيّة للشركة بزيادة كميّة الدين المستخدمة في التمويل، وذلك لأن فوائد الدين تخصم من ربحيّة

الشركة عند احتساب ضريبة الدخل، وبالتالي فإن القيمة السوقيّة للشركة المقترضة ترتفع في حال اعتمادها كليا على التمويل عن طريق الدين. وإنّ القرار المحّدد لنسبة الاقتراض، هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي الذي تحدثه الوفورات الضريبيّة على القيمة السوقيّة للشركة، والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة (هنيدي،2008).

إنّ الفوائد المستحقة الدفع على الدين هي فوائد يمكن خصمها من الضريبة، في حين أن الأرباح المحتجزة والأرباح المستحقّة الدفع على السيولة لا تتمتع بالمنافع الماليّة. لذلك، في كل مرة تستخدم فيها الشركة الدين في تمويل هيكل رأس المال تحصل على درع ضريبي معين(Modigliani & Miller,1963)، لذلك يتوفر مبلغ لمشاركة المساهمين في الشركات ذات الرافعة الماليّة من الشركات التي ليس لديها رافعة ماليّة. ومع ذلك فإن استخدام الدروع الضريبيّة من قبل الشركة غير مؤكد، فربما ينخفض دخل الشركة الخاضع للضريبة أو ربما تتعرّض الشركة لخسائر في المستقبل، وفي مثل هذه الظروف، لا يكون لدى الشركة فائدة من الدرع الضريبي المتوفر، ويمكن أن تنخفض نسبة ضريبة الشركة في المستقبل بحيث تصل إلى الحد الأدنى من الدرع الضريبي. كما تقدم الشركة بعض البدائل مثل تأجير الدروع الضريبيّة أوالاستهلاكات أو علاوات الاستثمار وغيرها، وذلك سوف يولد درع ضريبي زائد (DeAngelo and Masulis, 1980). وإن وجود الضرائب الشخصيّة يمكن أن يقلل من قيمة الدروع الضريبيّة، هذا لأن مكاسب رأس المال تخضع عادة للضريبة بنسبة أقل من الدخل النظامي.

- **تكاليف الوكالة للدين وهيكل رأس المال:**

عرّف (Fama &Jensen,1983) تكاليف الوكالة الناتجة عن عقد الدين بأنها " تكاليف إنشاء وتنظيم ومراقبة مجموعة من العقود بين طرفين يوجد بينهما تضارب في

المصالح"، في حين أشارت دراسة (Jensen,1986) إلى أن تكاليف الوكالة ناتجة عن حقيقة أن عمليّة الرقابة على العقود لن تكون مثاليّة وكاملة.

ووفقا لدراسة (Jensen & Meckling,1976) التي ترى بأن الموكل يمكنه أن يحد من تضارب المصالح بينه وبين الوكيل، وذلك من خلال إنشاء نظام مناسب للحوافز، وفي المقابل يتحمل تكاليف المراقبة (Monitoring Costs) للحد من النشاطات غير المقبولة للوكيل، كما يقوم الوكيل بعمل مجموعة من الإجراءات اللازمة لتأمين مصلحة الموكل وبث الثقة لديه، ولضمان ذلك فإنّ الشركة تتحمل نوعا آخر من التكاليف يعرف بتكاليف التعاقد (Bonding Costs)، وبالإضافة إلى ذلك فإن من المحتمل أن تقلّ قيمة الشركة بسبب اعتقاد المساهمين بأن المديرين يعملون لتحقيق مصلحتهم الشخصيّة، وتسمى التكاليف الناتجة عن ذلك بالخسائر المتبقيّة (Residual Losses).

توصلت دراسة (Jensen & Meckling,1976) إلى أن هيكل رأس المال أداة من أدوات الرقابة الخارجيّة، ويكون ذلك في حال التركيز على التمويل من خلال الدين، حيث أن التمويل من خلال الدين يضع قيودا لا يستهان بها على عمل الإدارة، كما يضعها أمام تحدي كبير لتسديد الأقساط والفوائد المترتبة على الدين، إلا أن الاعتماد بشكل كبير على التمويل من خلال الدين من شأنه أن يحدث صراع بين المساهمين والدائنين، وهذا بدوره يؤدي إلى ظهور مشكلة الوكالة بينهم. وبالتالي فإن الاعتماد على التمويل من خلال الدين كوسيلة للتخفيف من مشكلة الوكالة يتطلب عدم إصدار أسهم جديدة في الشركة، والتخفيف من قدرة الإدارة على استغلال الشركة، بسبب شروط الدين التي يتم فرضها من قبل الدائنين.

وفي حالة وجود مشكلة الوكالة فإنّ المدير يختار هيكلا لرأس المال قد لا يعظم القيمة السوقيّة للشركة، وهناك العديد من الدراسات التي بينت أنّ هناك الكثير من الشركات تختار نسبة دين أقل من تلك النسبة المتوقع اختيارها، وذلك للاستفادة من الإعفاء الضريبي، ولكن السبب في ذلك يعود إلى رغبة المدير في تجنب القيود والضغوط التي يمكن ممارستها من قبل الدائنين (Brailsford et al,2000).

كما أشارت دراسة (Titman,1984) إلى أنه في حال تعدت نسبة الدين في هيكل رأس المال حدا معينا، فإن ذلك قد يؤدي إلى زيادة تكاليف الوكالة بدلا من التقليل منها، أي يؤدي إلى حدوث أثر عكسي للرفع المالي على تكاليف الوكالة، فعندما يكون حجم الدين مرتفعاً بشكل واضح، فإن هذا الارتفاع سيؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة، ويعود ذلك لأسباب عديدة منها ما جاء في دراسة (Jensen,1986) أن من شأن الاستخدام غير الفعال للنقديّة الزائدة من قبل الإدارة أن يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة.

- **تكاليف الإفلاس وهيكل رأس المال:**

وفقا لدراسة (Modigliani & Miller,1963) فإنه من الأمثل بالنسبة للشركة أن يتمّ تمويلها من خلال الدين من أجل أن تستفيد من قابليّة اقتطاع الضريبة على الدين، وبالتالي يمكن زيادة قيمة الشركة من خلال استخدام الدين على اعتبار أنه يمكن خصم مدفوعات الفائدة من دخل الشركات الخاضع للضريبة، ولكن الزيادة في استخدام الدين تؤدي إلى زيادة احتمال الإفلاس.

عرّف (Titman,1984) تكاليف الإفلاس بأنها تلك التكاليف الناتجة عن استخدام الشركة للكثير من الديون في هيكل رأس المال، بحيث لا يمكنها أن تفي بالتزاماتها الماليّة، وهناك نوعان من تكاليف الإفلاس مباشرة وغير مباشرة. ومن الأمثلة على تكاليف الإفلاس المباشرة

هي التكاليف القانونيّة والإداريّة لعمليّة الإفلاس، حيث أكدت دراسة (Haugen & Senbet,1977) إلى أن تكاليف الإفلاس يجب أن تكون بسيطة وغير موجودة إذا ما افترض الشخص بأن أسعار سوق رأس المال تتحدد بشكل تنافسي من قبل المستثمرين. ومن الأمثلة على تكاليف الإفلاس غير المباشرة هو خسارة الأرباح التي تتحملها الشركة نتيجة عدم رغبة المساهمين في القيام بأعمال معهم.

أشارت دراسة (Titman,1984) بأن اعتماد العملاء على سلع وخدمات الشركة، والاحتماليّة الكبيرة للإفلاس قد تؤثر على الملاءة الماليّة للشركة. ويمكن أن يكون للعملاء رغبة أقل في شراء سلع الشركة والخدمات التي تقدّمها باعتبار أن أي عمل قريب من الإفلاس، وذلك بسبب وجود خطورة بأن الشركة ربما لا تكون قادرة على تلبيّة التزاماتها، وفي المقابل تقل رغبة الموظفين وميولهم للعمل، وبالتالي فإن هذه السلوكيات من المساهمين تقلل بشكل فعال من قيمة الشركة. وبناءً على ذلك فإن الشركات التي لديها تكاليف خطيرة ومرتفعة سيكون لديها حوافز من أجل تقليل التمويل الخارجي بحيث تخفض من هذه التكاليف، كما أشارت دراسة (Warner,1977) بأن تكاليف الإفلاس تزيد بزيادة الدين، وهذا من شأنه يقلل من قيمة الشركة.

لذلك فإنّ هيكل رأس المال الأمثل يمثل مستوى الرافعة الماليّة التي توازن بين تكاليف الإفلاس ومنافع التمويل بالدين، فكلما كانت احتماليّة الإفلاس التي تواجهها الشركة أكبر نتيجة الزيادة في تكلفة الديون يجب على الشركة أن تستخدم دين أقل في إصدار رأس مال جديد (Pettit & Singer,1985).

2-3-2 نظريّة أولويات التمويل (Pecking Order Theory):

يعود أساس هذه النظريّة إلى دراسة مسحيّة قام بها (Donaldson,1961) حول سلوك الشركات الأمريكيّة في تمويل هيكل رأسمالها، وذلك باستخدام عينة صغيرة من الشركات الأمريكيّة الكبيرة، حيث توصلت هذه الدّراسة إلى أنّ الشركة تفضل مصادر التمويل الداخلي على مصادر التمويل الخارجي، وذلك باحتجاز جزء من صافي الأرباح لغايات تمويل الفرص الاستثماريّة الجديدة، كما ترى الدّراسة أن هذا التفضيل في مصادر التمويل يعود إلى تكاليف المعاملات (Transaction Costs) التي بدورها تخلق تباينا في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركة. كما جاء في دراسة (Myers,1984) بأن ترتيب مصادر التمويل حسب أفضليتها للشركات، أي أن الشركة تفضل مصادر التمويل الداخلي المتمثلة بالأرباح المحتجزة على مصادر التمويل الخارجي من ديون وإصدارات جديدة، وفي حال عدم كفايّة مصادر التمويل الداخلي في تغطيّة الموارد الماليّة اللازمة لتمويل الفرص الاستثماريّة ، فإن الشركة تلجأ في البدايّة إلى الاقتراض عن طريق إصدار سندات الدين، ومن ثم إلى إصدار السندات القابلة للتحويل، وأخيرا تلجأ الشركة إلى إصدار الأسهم العاديّة، وذلك لأن السندات القابلة للتحويل أقل تكلفة من الأسهم العاديّة، كما أن الشركة لا تصدر الأسهم العاديّة إلاّ عندما تكون القيمة السوقيّة للشركة مرتفعة (Overvalued). ويرجع السبب في أن مصادر التمويل المتمثلة بالأرباح المحتجزة تأتي في سلم أولويات التمويل، لأنه مصدر لا يواجه معارضة، ولا يترتب عليه تكاليف إصدار كما هو الحال في إصدار السندات والأسهم العاديّة، وكذلك يعفي إدارة الشركة من اللجوء إلى مصادر تمويليّة بديلة مثل الاقتراض و إصدار الأسهم العاديّة، وإضافة إلى ذلك فإن هذا المصدر يبعد الشركة عن التقلبات في سوق رأس المال في حال إصدار المزيد من الأسهم، فإصدار كميّة كبيرة من الأسهم ربما يترك أثرا سلبيا على القيمة السوقيّة للسهم

(Myers,1984). وترى دراسة (Myers & Majluf,1984) أن التفاوت في تكاليف مصادر التمويل المتاحة للشركة ناتج عن عدم تماثل المعلومات بين الإدارة وأطراف السوق المختلفة من المستثمرين، والمقرضين، وحاملي الأسهم، والذي يؤدي بهم إلى تقييم إصدارات الأسهم وفقا لدرجة عدم تماثل المعلومات، وذلك بطلب علاوة تعويض عن المخاطر التي قد تحصل نتيجة لاستغلال إدارة الشركة لتحقيق أهدافها على حساب الآخرين.

بناءً على ما سبق، فإن هذه النظريّة قامت على أساس معرفة الإدارة بظروف السوق، وربحيّة فرصها الاستثماريّة المستقبليّة، وذلك بسبب عدم تماثل المعلومات، وبالتالي فإن الأسهم التي تصدرها الشركة لتمويل استثماراتها قد تكون مقيمة بأقل من قيمتها، ويمكن تجنب هذا الانخفاض في حال اعتمدت الشركة على التمويل عن طريق أوراق ماليّة ذات مخاطر منخفضة كما جاء في دراسة (Myers & Majluf,1984)، في حين بينت دراسة (Myers,2001) بأن عدم تماثل المعلومات يجعل من الصعب إقناع المساهمين بقبول بعض المشاريع الجديدة حتى ولو كان صافي القيمة الحاليّة لها موجبا، وبناءً على ذلك قد يفشل المدير في إقناع المساهمين بإصدار أسهم جديدة لتمويل مثل هذه المشاريع، وبالتالي فإن توفر الفوائض الماليّة في الشركة والتي تعرف بأنها مجموعة النقد والأوراق الماليّة عاليّة السيولة التي تمتلكها الشركة كفيل بتخفيف هذه الصعوبات. اما فيما يتعلق بافتراض أن المديرين لديهم معلومات أكثر من بقيّة المساهمين، فإن المساهمين في السوق ينظرون بدقة إلى التصرفات الصادرة من الإدارة، إذ أنهم يعكسون معلومات مهمة للسوق، فمثلا في حال قامت الإدارة بإصدار أسهم جديدة فإنها تمثل خبرا سيئا، حيث يعتقد المساهمون أن هذا التصرف نابع من كون المدراء يعتقدون بأنّ أسهم الشركة مقيمة في السوق بأعلى من قيمتها الحقيقيّة. أمّا المقرضين فينظرون له بأنه خبر جيد، لأن هذا يبين لهم أن هناك ثقة كبيرة بمستقبل الشركة وإيراداتها في المستقبل.

ووفقا لما جاءت به النظريّة، فإن هناك ترتيبا تسلسليا لمصادر التمويل المختلفة لدى الشركات، فإنّ الشركات تعتمد على مصادر التمويل الداخليّة مثل الأرباح المحتجزة لتمويل أنشطتها، بعد ذلك يتم الاتجاه إلى التمويل الخارجي بشقيه إذا احتاجت إلى أموال إضافيّة، أولا التمويل عن طريق الاقتراض من البنوك والشركات الماليّة وثانيا التمويل عن طريق الإصدارات الجديدة من السندات والأسهم. وأخيرا فإن الشركة قد تلجأ كخيار أخير إلى التمويل بأموال ملكيّة كإصدار أسهم جديدة لتغطيّة النقص في احتياجاتها، وهذا الترتيب في اختيار مصادر التمويل يرجع نتيجة لاعتماد النظريّة على نظريّة المعلومات المتباينة أو غير المتجانسة (Asymmetric Information) لتفسير هيكل رأس المال، التي تؤثر في قرار المديرين المتعلق بالمفاضلة بين مصادر التمويل، وبالتالي فإن الشركات تفضل تمويل احتياجاتها من المصادر الأقل حساسيّة لتباين المعلومات، لأن تكاليف التمويل تزداد مع الزيادة في تباين المعلومات.

2-3-3 نظريّة الوكالة (Agency Theory):

إن الهدف الرئيس لنظريّة الوكالة يتمثل في توضيح طبيعة العلاقة بين الأطراف التعاقديّة لكل من الملاك والمدراء والمقرضين في الشركات والتي تنشأ عنها ما يعرف بمشكلة الوكالة (Agency Problem) الناتجة عن الفصل بين الإدارة والملكيّة (Jensen and Meckling,1976) وهو ما يدفع بالإدارة إلى سلوك فيتعارض ومصلحة المالكين، وذلك بسبب تضارب المصالح ما بين كل من الملاك والمقرضين والتي تمثل تكاليف وكالة الدين، وما بين الملاك والمدراء والتي تمثل تكاليف الوكالة للملكيّة، حيث تهدف هذه النظريّة إلى التقليل من هذه التكاليف ومحاولة ربط مصالحها بما يجعل الوكيل يعمل لمصلحة الموكل. وينتج تضارب المصالح لأن الوكيل يسعى لتحقيق مصالحه الشخصيّة على حساب مصالح الموكل، وبالتالي

يلجأ الموكل إلى اتباع بعض الطرق والوسائل لمراقبة سلوك الوكيل، ومنحه بعضا من الحوافز، وذلك للتخفيف من هذا التضارب في المصالح ومحاولة الحد من ميوله نحو تحقيق المصالح الشخصيّة للوكيل، كما أن نجاح الوكيل في إدارة الشركة بطريقة تتوافق مع أهدافها في تعظيم ثروة المالكين، يتطلب منه الحصول على المعلومات التي تساعده في اتخاذ القرارات التمويليّة والاستثماريّة التي تتوافق مع أهداف الشركة (Jensen and .Meckling,1976)

ويرجع السبب الرئيس لظهور هذه النظريّة إلى عدم تماثل المعلومات، إذ أنّ الإدارة لديها معلومات قد لا يمتلكها المالكون، فقد يتم استغلالها لمصلحة الإدارة، ونتيجة لسلوك الإدارة الناتج عن مشكلة الوكالة، وقد يؤدي بدوره إلى استنزاف موارد الشركة إما باستثمار المشاريع الأقل ربحيّة أو بزيادة النفقات الإداريّة، وينتج عن ذلك تراجع في صافي الربح المتوفر للمالكين، وبالتالي انخفاض القيمة السوقيّة للشركة.

4-3-2 نظريّة التدفق النقدي الحر (Free Cash Flow Theory):

عرّف (Jensen,1986) التدفقات النقديّة الحرة بأنها " تلك الفوائض من التدفقات النقديّة بعد تمويل الشركة لكل مشاريعها الاستثماريّة الموجبة لصافي القيمة الحاليّة عند خصم تكلفة رأس المال"، وفقا لذلك فإن المدراء الذين لديهم مزيدا من التدفق النقدي الحر اللازم لتمويل جميع المشاريع المربحة المتاحة للشركة، سوف يكون لديهم الحافز لاستثمار الفائض النقدي في المشاريع المربحة. كما يعتبر التدفق النقدي الحر نقديّة فائضة موضوعة تحت تصرف الإدارة لدفع النفقات الاختياريّة مثل التوسع في الاستثمار، والتوزيعات النقديّة، وهذا يجعل ارتفاع قيمة التدفق النقدي الحر مصدرا لحدوث تضارب في المصالح بين الإدارة والمساهمين، كما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الوكالة المتمثلة في انخفاض القيمة السوقيّة للشركة التي تنتج عن اعتقاد

المساهمين بأن المدراء يعملون على استغلال موارد الشركة لتحقيق مصالحهم الشخصيّة، وبالتالي نقل الثروة لصالحهم على حساب المساهمين، مما يؤدي إلى تخفيض القيمة السوقيّة للشركة (Jensen,1986).

كما أشارت دراسة (Jensen,1989) إلى أن التدفقات النقديّة الحرة متوفرة لدى المديرين، فإنهم يميلون إلى الاستثمار في مشاريع ذات صافي قيمة حاليّة سالبة وغير مجديّة اقتصاديا بدلا من دفع الأرباح للمساهمين، حيث يتم تعويض المديرين عن طريق زيادة المبيعات في الشركة. ولذلك يكون هدف الشركة هو زيادة حجمها من خلال الاستثمار في كل أنواع المشاريع حتى ولو كانت هذه المشاريع سالبة لصافي القيمة الحاليّة. وتؤكد دراسة (Droff,2007) بأن تعويض المدراء سوف يزداد عندما يكون هناك ازدياد في مبيعات الشركة.

إن الديون هي الأكثر فعاليّة لتجنب سوء استخدام التدفقات النقديّة الحرة المتاحة تحت تصرف الإدارة، حيث إنّه يجب على الشركات رفع مستوى الدين في هيكل رأس مالها للحد من تكاليف المبالغة في الاستثمار، وذلك لما تفرضه هذه الشركات من التزامات سداد الأقساط والفوائد المترتبة عنها (Jensen,1986).

أشارت دراسة (Myers,1977) بأن ارتفاع التمويل من خلال الدين من شأنه أن يقلل من الصراعات الدائمة بين الإدارة والمساهمين بشأن اختيار الاستثمارات، ونظرا لأنّ الديون يجب تسديدها بشكل نقدي، فإنّ ذلك سوف يحد من حجم السيولة المتاحة تحت تصرف الإدارة. في حين توصلت دراسة (Jensen & Meckling,1976) بأن الدين قد يعالج مشكلة المبالغة في الاستثمار، والذي يمكن استغلاله لتحقيق أهداف الإدارة الخاصة، ولكن الدين قد يؤدي إلى نوع آخر من تضارب المصالح بين الملاك والمقرضين نتيجة لمشكلة نقل الثروة (Asset

(Substitution Problem) والتي قد تدفع المقرضين لطلب علاوة، مما يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التمويل بالدين، لذلك تتخلى الشركة عن بعض فرصها الاستثمارية المربحة وبالتالي خلق ما يعرف بمشكلة تراجع الاستثمارات (Underinvestment). بينما توصلت دراسة (Jensen,1986) إلى أن الدين يمكن أن يشكل بديلا لتوزيعات الأرباح في معالجة مشكلة وكالة التدفقات النقديّة الحرة.

4-2 العوامل المؤثرة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل:

يرى (Flannery & Hankins,2007) بأن سرعة التعديل لهيكل رأس المال الأمثل يتم تحديدها من خلال تكاليف التعديل والفوائد للحفاظ على نسبة الرافعة الماليّة المثلى، وتشمل مصادر تكاليف التعديل القيود الماليّة التي تواجهها الشركة وتكاليف التمويل الخارجي، بينما تشمل فوائد التعديل تكاليف الضائقة الماليّة المحتملة والمنفعة الضريبيّة. وإن قيود التمويل قد تؤثر في القدرة على تسديد الدين أو إعادة شراء الأسهم، وبالمقابل فهي تلعب دورا هاما في عمليّة التعديل.

ومن أهم العوامل المؤثرة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل:

1. حجم الشركة:

يعدّ حجم الشركة من أهم العوامل المؤثرة في محددات هيكل رأس المال، ويوضح ذلك من خلال تأثيره على استخدام الرفع المالي كأسلوب للتمويل، حيث أشارت دراسة (Titman & Wessels,1988 بأن الشركات الكبرى تلجأ إلى التمويل الخارجي بشكل أكبر من الشركات الصغرى لأنها تمتلك أصول ماليّة متنوعة، أما التباين النسبي في مقدار تحقيق الأرباح فيكون في الشركات الكبرى أقلّ من الشركات الصغرى، إضافة إلى أن نسبة اختلاف وتباين المعلومات

أقل وجودا في الشركات الكبرى من الصغرى مما يزيد من رغبة المستثمرين في اللجوء إليها (Rajan and Zingales,1995). كما أظهرت نتائج الدراسات السابقة (Titman & Wessels,1988) و (Ozkan,2001) و (Zurigat,2009) وجود علاقة إيجابيّة بين حجم الشركة ونسبة الدين، فكلما زاد حجم الشركة قلت احتماليّة الإفلاس وذلك لزيادة قدرة الشركة على تنويع مصادرها التمويليّة مما يخلق لها الدافع لزيادة الأموال المقترضة. وبالاعتماد على نظريّة التبادل (Trade-off Theory) فإن الشركات الكبرى تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق الدين بسبب تنوع استثماراتها وثبات تدفقاتها النقديّة، بالإضافة إلى أنّ احتماليّة إفلاسها تكون أقل بالمقارنة مع الشركات الصغرى (Myers & Majluf,1984). وبناء على ذلك تهدف الدّراسة إلى التعرف على أثر حجم الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال لها.

2. الربحيّة:

تأتي أهميّة هذا العامل من أن ربحيّة الشركة تؤثر بشكل قوي في المخاطر الماليّة التي تتعرض لها الشركة، فكلما زادت ربحيّة الشركة انخفض احتمال فشلها وزادت قدرتها على الاقتراض وتحقيق الوفر الضريبي، ومن ناحيّة أخرى كلما زادت ربحيّة الشركة استطاعت تمويل أنشطتها وتمويل التوسع في أرباحها وبالتالي قل اعتمادها على مصادر التمويل الخارجي، وترى نظريّة التبادل (Trade-off Theory) وجود علاقة إيجابيّة بين ربحيّة الشركة ونسبة الدين لهيكل رأسمالها، وذلك بسبب أن الشركات التي تحقق أرباحا كثيرة لديها القدرة الأكبر على الاقتراض وتستطيع الاستفادة بشكل أكبر من الوفر الضريبي الناتج عن الاقتراض (Jensen & Meckling,1976)، في حين ترى نظريّة أولويات التمويل (Pecking Order Theory) وجود علاقة سلبيّة بين ربحيّة الشركة ونسبة الدين لهيكل رأسمالها، وذلك لأن الشركات التي

تحقق أرباحا كبيرة بإمكانها الاستفادة من تلك الأرباح لتمويل مشاريعها الاستثماريّة دون اللجوء لمصادر التمويل الخارجيّة (Myers,1984). كما أشارت بعض الدراسات السابقة التي تم الاطلاع عليها (Rajan and Zingles,1995) و (Ozkan,2001) أنّ هناك علاقة سلبيّة بين ربحيّة الشركة ونسبة الدين. وبناءً على ذلك تهدف الدّراسة للتعرف إلى أثر ربحيّة الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

3. فرص النمو:

يمثل هذا العامل النمو المتوقع لأصول الشركة غير الملموسة التي أنشأتها المهارات الإداريّة، وبما أن هذه الأصول ليس لديها ضمانات وتتراجع قيمتها بسرعة في حال حدوث إفلاس، فإن هذا سوف يقلل من قدرة الشركة على زيادة التمويل من خلال الدين، وبالتالي تلجأ نحو تمويل أسهم رأس المال (Titman & Wessles,1988)، وبناءً على ذلك تقترح نظريّة التبادل (Trade-off Theory) وجود علاقة سلبيّة بين فرص النمو الاستثماريّة للشركة ونسبة الدين لهيكل رأسمالها. كما تقترح نظريّة أولويات التمويل (Pecking Order Theory) وجود علاقة إيجابيّة بين فرص النمو للشركة ونسبة الدين لهيكل رأسمالها، ذلك لأن التمويل الداخلي في الشركات المتناميّة قد لا يكفي لتمويل فرصها الاستثماريّة الموجبة، وبالتالي تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجيّة عن طريق الدين بسبب انخفاض تكاليف المعلومات المرتبطة به (Myers & Majluf,1984). كما توصلت بنتائج بعض الدراسات (Titman and Wessels,1988) و(Rajan and Zingales,1995) إلى وجود علاقة سلبيّة بين فرص النمو ونسبة الدين. وبناءً على ذلك تهدف الدّراسة للتعرف إلى أثر فرص النمو على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

4. التدفق النقدي الحر:

تكمن أهميّة التدفق النقدي الحر بأنه يمكن الشركة من استغلال جميع فرصها الاستثماريّة المتاحة والمجديّة والتي يجب استغلالها بشكل سريع خوفا من منافسة السوق. وحسب (Jensen,1986) إن توفر التدفق النقدي الحر يؤدي إلى تضارب في المصالح بين المديريين والمساهمين، حيث يرى بأن الديون هي السبيل الأمثل للحد من هذا التضارب نظرا لما تفرضه الديون من التزامات سداد الأقساط والفوائد المترتبة عليها. وبناءً على ذلك تهدف الدّراسة للتعرف إلى أثر التدفق النقدي الحر على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

5. الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد:

تتضمن أهميّة الوفر الضريبي من غير الفائدة وفقا لدراسة (DeAngelo & Masulis,1980) إلى وجود وسائل كثيرة للاستفادة من الوفر الضريبي من غير الفائدة مثل الخسائر المدورة والتبرعات والاستهلاكات ومصاريف الأبحاث والتطوير، لذلك من المتوقع وجود علاقة سلبيّة بين الوفورات الضريبيّة من غير الفوائد ونسبة الدين لهيكل رأس مال الشركات ذات الوفر الضريبي من غير الفائدة المرتفع. كما أشارت بعض الدراسات السابقة (Ozkan,2001) ودراسة (Titman & Wessels,1988) إلى وجود علاقة سلبيّة بين الوفورات الضريبيّة من غير الفوائد ونسبة الدين لهيكل رأس مال الشركة، وقد دعمت نظريّة (Trade-off Theory) هذه النتيجة لأن التمويل بالدين يعتمد على المفاضلة بين المنفعة المتأتيّة من الدروع الضريبيّة مقارنة مع التكلفة الناتجة عن مصاريف الفوائد والأمر نفسه ينطبق على الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد. وبناءً على ذلك تهدف الدّراسة للتعرف إلى أثر الوفورات الضريبيّة من غير الفوائد على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

6. توزيع الأرباح:

إن الشركات التي لديها مستوى مرتفع من توزيع الأرباح تواجه خطر تدني هذا المستوى، وبالتالي تتكبد تكاليف ضائقة ماليّة مرتفعة (Bhaduri,2002)، لذلك يجب على هذه الشركات التقليل من استخدامها للدين لتجنب خطر الإفلاس. تتنبأ نظريّة (Trade-off Theory) بوجود علاقة سلبيّة بين توزيع الأرباح في الشركة ونسبة الدين، في حين تتنبأ نظريّة أولويات التمويل (Pecking Order Theory) بوجود علاقة إيجابيّة بين توزيع الأرباح في الشركة ونسبة الدين، وذلك لأن الشركات التي لديها مستوى مرتفع من توزيع الأرباح تحاول أن توفر النقد خلال السنوات الجيدة لتتجنب مشكلة نقص الاستثمارات في المستقبل(Myers,1977). كما أشارت دراسة (Zurigat,2009) إلى وجود علاقة سلبيّة بين توزيع الأرباح في الشركة ونسبة الدين لهيكل رأسمالها. وبناءً على ذلك تهدف الدّراسة للتعرف إلى أثر توزيع الأرباح على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

7. الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف:

يعكس مفهوم مستوى الدين المستهدف الموازنة والمفاضلة بين المنفعة والتكلفة للتمويل باستخدام الدين(Titman & Tsyplakov,2007). واعتمادا على نظريّة Trade-off Theory فإن الإدارة تقوم بمقارنة المنفعة والتكلفة من استخدام التمويل بالدين، والذي يقودها إلى وضع مستوى دين مستهدف وتتجه إليه بشكل تدريجي لتحقيق هذا المستوى، وأي انحراف عن هذا المستوى يتم تعديله فورياً. كما أشارت دراسة (Sarma et al,2010) إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الدين المستهدف والسلوك التمويلي للشركات. وتقاس الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف بنسبة التمويل بالدين إلى الوسط الحسابي لمجموع نسب التمويل بالدين.

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

3-1 مقدّمة

3-2 دراسات الدول الناميّة

3-3 دراسات الدول المتقدّمة

3-4 ما يميز الدّراسة الحاليّة عن الدّراسات السابقة

الفصل الثالث

الدراسات السابقة

3-1 مقدمة

حظي موضوع هيكل رأس المال في الشركات على اهتمام العديد من الباحثين والدراسين في مجال الإدارة الماليّة، لأثر ذلك على قيمة الشركة السوقيّة، وعلى الربحيّة والسيولة، وخصوصا في ظل وجود معوقات في سوق رأس المال التي تحد من قدرة الشركة على التمويل من خلال إصدارات السوق. فهناك اختلاف في طبيعة سوق رأس المال بين الدول الناميّة والدول المتقدمة من حيث التطور وحمايّة المستثمرين ودرجة الرقابة ومستوى المنافسة، والتي جميعها تؤثر في قدرة الشركة على توفير التمويل اللازم للفرص الاستثماريّة المتاحة وبالتالي يكون اعتمادها على المصادر الداخليّة بشكل كبير وهو ما يجعل استثمارات الشركات اكثر حساسيّة للتدفقات النقديّة، حيث يرى الكثيرون أن خصائص السوق ومعوقاته لا تشكل مشكلة الأسواق من رأس المال في الدول الناميّة فقط وإنما لأسواق رأس المال في الدول المتقدّمة أيضاً، إلا أنّ هناك اختلافاً في درجة التأثير من دولة إلى أخرى. وعلى الرغم من وجود عدد لا بأس به من الدراسات التي تناولت موضوع هيكل رأس المال في الشركات إلا أن معظم هذه الدراسات تركزت في الدول المتقدمة أكثر منها في الدول الناميّة. وعليه سيتم عرض بعض الدراسات السابقة وتقسيمها إلى مستويين: الأول مستوى الدول الناميّة بما فيها الأردن – محل الدّراسة الحاليّة – والثاني على مستوى الدول المتقدّمة.

3-2 دراسات الدول النامية (بما فيها الأردن)

- دراسة (Jean,2004): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار محددات هيكل رأس المال لدى الشركات الصينيّة، كما بينت الدّراسة أهم محددات هيكل رأس المال لدى هذه الشركات، حيث شملت عينة الدّراسة 88 شركة مساهمة عامة أدرجت قوائمها ضمن السوق المالي، حيث تم الحصول عليها من القوائم الماليّة لدى الشركات الصينيّة التي تتوفر في بورصة الصين للأوراق الماليّة (Down china 88 index)، كما تناولت الدّراسة القطاع الصناعي للفترة ما بين 1995-2000، حيث تمّ استثناء الشركات الماليّة المساهمة العامة نظرا لاختلاف هيكل رأسمالها، حيث كانت العينة النهائيّة للدراسة 77 شركة دخلت ضمن اختباراتها، كما تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد ومعامل الارتباط لتحليل نتائج الدّراسة. حيث توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين فرص النمو ومستويات الدين، وعلاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الربحيّة ومستويات الدين، وعلاقة سلبيّة بين حجم الشركة والتمويل بالدين طويل الأجل، حيث رأت الدّراسة بأن الشركات عينة الدّراسة تفضل التمويل بالدين قصير الأجل، ولا تحبذ الدين طويل الأجل، وهذا يدعم نظريّة ترتيب أولويات التمويل التي تدعم هيكل تمويل الشركات المساهمة العامة الصينيّة.
- دراسة (Buferna et al,2005): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار محدّدات هيكل رأس المال لدى الشركات المساهمة العامة والخاصة الليبيّة، حيث تمّ الحصول على بيانات الشركات الليبيّة العامة والخاصة من مكاتب الضريبة في مدينة بنغازي الليبيّة، إذ بلغ حجم العينة 55 شركة من أصل 257 شركة من مجتمع الدّراسة، أي 32 شركة مساهمة

عامة، و23 شركة خاصة وذلك للفترة مابين 1995-1999، كما تمّ استخدام نموذج الانحدار للمربعات الصغرى (Regression Ordinary Least Square) لاختبار فرضيّات الدّراسة، حيث قسمت الرفع المالي لدى هذه الشركات إلى ثلاث مستويات وهي: الدين طويل الأجل، والدين قصير الأجل، وإجمالي الدين، حيث كان حجم الشركة، والربحيّة، والموجودات الثابتة، ومعدل النمو محددات هيكل رأسمال الشركات الليبيّة. كما توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الدين قصير الأجل والموجودات الثابتة لدى الشركات الليبيّة الخاصة، وعلاقة عكسيّة بين الدين طويل الأجل والموجودات الثابتة لدى هذه الشركات، كما أشارت الدّراسة إلى وجود علاقة عكسيّة بين مستوى الدين والموجودات الثابتة لدى الشركات الليبيّة الخاصة عند قياس الدين طويل الأجل، وهذا يدل على أن هناك اختلاف في تأثير محددات هيكل رأس المال على الرفع المالي بين الشركات المساهمة العامة والخاصة، كما رأت الدّراسة وجود علاقة عكسيّة بين معدل النمو والرفع المالي لدى الشركات الليبيّة الخاصة، عند قياس الدين قصير الأجل، بينما وجدت الدّراسة علاقة إيجابيّة بين الدين طويل الأجل وحجم الشركة لدى الشركات العامة والخاصة، وقد بينت الدّراسة أن الشركات الليبيّة تعتمد على مصادر التمويل الخارجيّة في تمويل استثماراتها، حيث تفضل مصادر التمويل قصير الأجل، علما بأنّ الشركات المساهمة العامة تستخدم الدين طويل الأجل وقصير الأجل في هيكل رأسمالها، وإنّ الشركات في طور النمو تتجه إلى استخدام مصادر التمويل الداخلي في هيكل رأسمالها.

- **دراسة (شلاش وآخرون، 2008)**: هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى محددات الهيكل المالي للشركات الصناعيّة الأردنيّة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001، بالإضافة إلى تحديد الطاقة الاستيعابيّة للديون في الشركات موضوع الدّراسة، ومعرفة قدرتها على اقتراض الأموال من الجهات التمويليّة، حيث تكونت عينة الدّراسة من (58) شركة صناعيّة مدرجة في بورصة عمان للأوراق الماليّة، كما استخدمت الدّراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدّراسة. وقد شمل نموذج الدّراسة أربعة متغيرات مستقلة وهي نسبة المديونيّة السابقة للشركة، والسيولة، والربحيّة، ومعدل النمو، بينما تمثل المتغير التابع بنسبة الرفع المالي في الهيكل المالي للشركة. توصلت الدّراسة إلى أن نسب الرفع المالي في الشركات الصناعيّة الأردنيّة هي منخفضة بالمقارنة مع مثيلاتها في الدول المتقدمة، كما أظهرت وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الهيكل المالي ونسبة المديونيّة السابقة، وبينت أيضا وجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين نسبة الرفع المالي والربحيّة والسيولة ومعدل النمو.

- **دراسة (Zurigat,2009)**: هدفت هذه الدّراسة إلى البحث في الأدلة التطبيقيّة على محددات هيكل رأس المال الأمثل للشركات الأردنيّة المدرجة، وذلك باستخدام نموذج الثبات من خلال الاعتماد على الدراسات السابقة، كما هدفت الدّراسة إلى التحقق من مدى تفسير نظريّة (Trade-off Theory) ونظريّة (Pecking Order Theory)الهيكل رأس المال في السوق الأردني كسوق نامٍ وذلك للفترة مابين (1997-2005)، حيث شملت عينة الدّراسة (114) شركة أردنيّة غير ماليّة (62 شركة صناعيّة و 52 شركة خدميّة). كما تم تقسيم المتغيرات إلى متغيرات مستقلة متمثلة بحجم الشركة والأصول الثابتة الملموسة وفرص النمو ونسبة الربحيّة وتذبذب الأرباح والوفورات

الضريبيّة غير الدين، والمتغير التابع المتمثل بنسبة الرفع المالي. كما توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من حجم الشركة والأصول الثابتة والربحيّة من ناحية والرافعة الماليّة من ناحية أخرى، كما أظهرت الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من فرص النمو والوفورات الضريبيّة من غير الدين وتذبذب الأرباح من جهة والرافعة الماليّة من جهة أخرى. حيث أن هذه النتائج تفترض أن قدرة الاقتراض محدودة بشكل كبير للشركات الأردنيّة التي تتوقع مخاطر مثل الأزمات الماليّة أو الإفلاس.

- دراسة (Khan,2010): تناولت هذه الدّراسة تحليل أثر بعض المحدّدات المتمثلة بالحجم، والربحيّة، والأصول الملموسة، ومعدل الضرائب، والنمو، وخطورة العمل، على إجمالي التمويل بالدين لهيكل رأس المال في شركات الدهانات العاملة في باكستان. كما استخدمت الدّراسة بيانات مقطعيّة لسبعة متغيرات من ثلاثة منشآت لصناعة الدهانات في فترة زمنيّة شملت 13عام، حيث تألفت البيانات من (273) مشاهدة تتعلق بسوق الأسهم والبيانات المحاسبيّة المتعلقة بها وذلك خلال الفترة ما بين 1996-2008، حيث تم توضيح الاستنتاجات طبقا لنظريّة (Trade-off Theory) ونظريّة (Pecking Order Theory)، وبعد ذلك تمّ تطبيق تحليل الارتباط لاختبار الفرضيات المتوقعة لتحديد العلاقة ما بين المتغيرات. كما توصلت الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الأصول الملموسة ومخاطر العمل والرفع المالي، بينما أظهرت الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة ما بين الحجم والربحيّة والنمو ومعدل الفوائد من جهة وبين الرفع المالي المستخدم من جهة أخرى، وأشارت بعض الأدلة إلى

أن الربحيّة والأصول الملموسة والنمو ومخاطر العمل لها دور كبير في تحديد خيارات تمويل هيكل رأس المال على العكس من الحجم ومعدل الضرائب التي لها دور أقل.

- دراسة (Sbeiti,2010): هدفت هذه الدّراسة إلى معرفة أهم العوامل المؤثرة في اتخاذ قرارات تمويل هيكل رأس المال للشركات العاملة في الأسواق الناشئة مع اختلاف بيئة العمل، حيث تناولت مجتمع الدّراسة من دول مجلس التعاون الخليجي، إذ شملت عينة الدّراسة (142) شركة تعمل في ثلاث دول هي عمان(42) شركة، والسعوديّة (41) شركة، والكويت (59) شركة، وذلك للفترة ما بين 1998-2005، حيث تم دراسة العلاقة بين المتغيرات المستقلة المتمثلة بالحجم والسيولة والنمو والأصول الملموسة ونسبة الفوائد وبعض متغيرات الأسواق الماليّة، على المتغير التابع المتمثل بنسب الرفع المالي، وذلك باستخدام أسلوب المربعات الصغرى العاديّة (OLS) كأسلوب للقياس. أظهرت نتائج الدّراسة وجود ارتباط عكسي بين السيولة والأصول الملموسة والربحيّة مع نسب الرفع المالي، ولم توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين فرص النمو ونسب الرفع المالي.
- دراسة (Singhania and Seth,2010): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار أثر العديد من المتغيرات على هيكل رأسمال الشركات المدرجة في سوق بومباي المالي للفترة ما بين 2004- 2008، حيث اشتملت عينة الدّراسة على(963) شركة، إذ تمّ جمع البيانات من القوائم الماليّة المتوفرة في قاعدة البيانات لمركز رصد الاقتصاد الهندي. كما تضمنت الدّراسة المتغيرات المستقلة المتمثلة بالحجم والسيولة ونسبة نمو الشركة بالإضافة إلى نسبة تغطيتها لالتزاماتها من الفوائد كما أضيف متغير وهمي للشركة التي لديها نسبة عاليّة من المديونيّة، بينما تمثّل المتغير التابع بنسبة الدين. وتوصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة طرديّة ذات دلالة إحصائيّة بين نسبة الدين وحجم الشركة حيث أن الشركات

الكبيرة تعتمد في استثماراتها على الدين أكثر من الشركات الصغيرة، بينما أظهرت الدّراسة إلى وجود علاقة عكسيّة ذات دلالة إحصائيّة بين نسبة الدين ونمو الشركة والسيولة ونسبة تغطيّة الفائدة.

- دراسة (Ahmad & Abbas,2011): هدفت هذه الدّراسة إلى معرفة محددات هيكل رأس المال لدى البنوك العاملة في باكستان عبر استخدام محدّدات مستوى الشركة لهيكل رأس المال، حيث تكونت عينة الدّراسة من (13) بنكاً تجارياً عاملاً في باكستان، إذ تم جمع البيانات اللازمة من التقارير السنويّة لهذه البنوك للفترة ما بين 2004–2009. كما استخدمت الدّراسة نموذج Panel Data Regression Analysis ، كما توصلت نتائج الدّراسة إلى أن المتغيرات المتمثلة بالحجم، والربحيّة، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد ذات أهميّة إحصائيّة ولها دور فعال على الرفع المالي المستخدم مما يشير إلى أن هذه المتغيرات الثلاث تلعب دورا هاما في تحديد هيكل رأس المال في هذه البنوك، أما بالنسبة للمتغيرات المتمثلة بالنمو، ومعدل الضرائب، والأصول الملموسة، ونسب توزيع الأرباح، فإنها غير هامة إحصائيا وليس لها تأثير يذكر على الرفع المالي. وبالاعتماد على نظريّة Trade-off Theory فقد تبين أن الرفع المالي يرتبط بشكل إيجابي مع الحجم ومعدل الضرائب من جهة، وبشكل سلبي مع نسب توزيع الأرباح من جهة أخرى، أما بالنسبة لنظريّة Pecking Order Theory فقد تبين أن الرفع المالي يرتبط بشكل إيجابي مع النمو ونسب توزيع الأرباح من جهة، وبشكل سلبي مع الربحيّة من جهة أخرى، وهذا يشير إلى أنّ كلتا النظريتين تساعدان على تفسير علاقة المحددات مع هيكل رأس المال في البنوك الباكستانيّة.

- **دراسة (Zurigat & Mwalla,2011)**: هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل وذلك على المدى القصير والمدى الطويل، حيث تشكلت عينة الدّراسة من (105) شركة غير ماليّة مدرجة في بورصة عمان وذلك للفترة ما بين 1997 إلى 2009. كما قامت الدّراسة باحتساب عدد انحرافات الرفع المالي عن المستوى المستهدف، ولمعرفة عدد النقاط في كل فترة لتقوم الشركة بتصحيح الانحرافات. كما استخدمت الدّراسة نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي في تحليل بيانات الدّراسة حيث أظهرت النتائج أن الشركات غير الماليّة الأردنيّة لديها نسبة رافعة ماليّة مثلى ولكنها تتحرك ببطء نحو المستوى الأمثل، كما أشارت نتائج الدّراسة أيضا إلى أن جزءا كبيرا من الانحرافات يتم تصحيحها خلال الفترة الأولى والثانيّة، ومع مرور الوقت هناك صعوبة في تصحيح الانحرافات عندما تصبح الشركة قريبة من المستوى الأمثل. وجدت الدّراسة أن استخدام أسلوب التقدير النقطي لتقدير متوسط الوقت اللازم للشركات لتصحيح الانحراف نحو المستوى المستهدف يوحي بأن الوقت اللازم سيكون أعلى من الوقت في حال استخدام معامل التقدير.
- **دراسة (بلعمي،2012)**: هدفت هذه الدراسة إلى تحديد مدى تأثير المرونة المالية على قرارات هيكل رأس المال لدى الشركات الصناعية الأردنية المدرجة في السوق المالي للفترة ما بين (2000-2009). حيث تم الاعتماد على نموذج المعادلات الآنية وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة خطية بين مؤشرات المرونة المالية وقرارات الشركة التمويلية، أي أنه كلما زاد حجم الشركات الصناعية وزادت فرص نموها، كلما قل اهتمامها بالمرونة المالية عند اتخاذ قرارات هيكل التمويل. كما أظهرت النتائج كذلك أنه كلما زاد حجم الشركات قيد

الدراسة وزادت فرص نموها كلما زاد ميلها إلى استخدام الدين في هيكل التمويل، بدلا من الاعتماد في التمويل على إصدارات الأسهم الجديدة. كما توصلت الدراسة إلى وجود علاقة خطية يختلف اتجاهها من متغير لآخر بين نسبة المديونية في هيكل التمويل للشركات قيد الدراسة وبين مؤشرات المرونة المالية المتمثلة في (حجم الشركة، ونسبة توزيع الأرباح، ونسبة الأرباح المحتجزة).

- دراسة (الكوفحي،**2013**): هدفت الدّراسة التعرف إلى محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنيّة خلال الفترة بين (2009-2011)، حيث تشكلت عينة الدّراسة من 25 شركة تأمين مدرجة في بورصة عمان، حيث تمثلت المتغيرات المستقلة في: حجم الشركة، والربحيّة، وفرص النمو، والتدفق النقدي الحر، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد، والانحرافات عن مستوى الدين المستهدف، وتوزيع الأرباح، في حين اعتبر مستوى الرفع المالي في هيكل رأس المال المتغير التابع، حيث استخدمت الدّراسة الأساليب الإحصائيّة الوصفيّة وأسلوب VIF لاختبار صحة نموذج الدّراسة. كما بينت النتائج أن هناك علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من (الحجم، والانحراف عن مستوى الدين المستهدف، وتوزيع الأرباح) ومستوى الرفع المالي. كما توصلت الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من الربحيّة وفرص النمو ومستوى الرفع المالي. بينما توصلت الدّراسة إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين كل من التدفق النقدي الحر والوفورات الضريبيّة من دون فوائد ومستوى الرفع المالي في هيكل رأس المال.

3-3 دراسات الدول المتقدمة

- دراسة (Stonehill,et.al. ,1975) : تناولت هذه الدّراسة خمسة بلدان هي هولندا والنرويج وفرنسا واليابان والولايات المتحدة الأمريكة، حيث هدفت الدراسة إلى البحث في المؤشرات الماليّة للشركات والمؤسسات وما هي مكونات الهيكل المالي لهذه الشركات (نسبة المديونيّة بالقيمة السوقيّة والدفتريّة إلى إجمالي المدفوعات ونسبة المديونيّة بالقيمة السوقيّة والدفتريّة إلى حقوق الملكيّة) وذلك خلال الفترة من 1966 إلى 1970، كما تم استخدام نسبة التغطيّة في هذه الدّراسة (Coverage Ratio) حيث وجد أن لها أثرا هاما في كل من النرويج وهولندا والولايات المتحدة، وأثرا متوسطا في اليابان، وأثرا ضعيفا في فرنسا، كما بحثت الدّراسة في النمو والتغير في الدخل وعلاقتهما بالهيكل المالي، حيث وجد أثرا هاما في اليابان وأثرا متوسطا في هولندا وأثرا ضعيفا في فرنسا والنرويج والولايات المتحدة.

- دراسة (Titman & Wessels,1988): هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى محددات هيكل رأس المال لدى الشركات الصناعيّة الأمريكيّة، حيث شملت هذه الدّراسة حوالي 469 شركة صناعيّة في الولايات المتحدة الأمريكيّة وذلك خلال الفترة من 1974 إلى 1982 ، إذ تم الحصول على هذه المعلومات من هيئة الأوراق الماليّة، ومن أهم الأساليب الإحصائيّة التي استخدمتها هذه الدّراسة هي تحليل الانحدار المتعدد لتقدير أثر محددات هيكل رأس المال على الرفع المالي لدى الشركات المعنيّة في الدّراسة، بالإضافة إلى تحليل الارتباط بين متغيرات الدّراسة. حيث خلصت نتائج هذه الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة بين هيكل الأصول وحجم الشركة من جهة، ونسب الرفع المالي من جهة أخرى،

بينما هناك علاقة عكسيّة بين كل من متغير معدل النمو، ومدى تفرد هذه الشركات، والوفورات الضريبيّة غير الخاضعة للدين، والربحيّة، والأرباح التشغيليّة مع مستوى الرفع المالي للشركة.

- دراسة (Bernstein and Nadiri ,1993): اهتمت هذه الدّراسة في تقدير نموذج يتضمن آثار القرارات الماليّة على الربحيّة والإنتاج ونمو الإنتاج، فالمعلومات غير المتماثلة تشير إلى أن تكلفة الوكالة وتكلفة الدين المتمثلة في الفوائد تؤثر على قرارات الإنتاجيّة والتي طبقت على الشركات الصناعيّة في الولايات المتحدة الأمريكيّة، فتكلفة الوكالة والعائد تقاس بمدى تأثيرها على الربحيّة. حيث توصلت الدّراسة إلى أن زيادة الديون بمقدار 1% يؤدي إلى نقصان وتذبذب بالأرباح بمقدار4% ، بينما زيادة أرباح الأسهم الموزعة بمقدار 1% يؤدي إلى زيادة وتذبذب الأرباح بمقدار 12%. وخلصت الدّراسة إلى أن تكلفة الوكالة تحد من مقدرة الشركات الصناعيّة الأمريكيّة للوصول إلى نقطة التوازن في الأجل الطويل. كما وجدت الدّراسة أيضا بأن تكلفة تسويّة الديون تصل إلى (0.05$) بالمتوسط لكل دولار جمع عن طريق إصدار السندات، فالكفاءة الديناميكيّة في هذا القطاع تتأثر بالاعتبارات والقرارات الماليّة، كما توصلت الدّراسة إلى أن الأرباح تساهم بمقدار 4.2% من مجموع العوامل التي تؤدي لنمو الإنتاجيّة الكليّة، بينما تكلفة الوكالة تخفض الكفاءة بمقدار 3.3% ، وهكذا فإن الآثار الماليّة على الكفاءة تعادل كل منهما الآخر تقريبا.

- دراسة (Ghassem el at,1994): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار عدد جديد من العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال لدى الشركات المساهمة العامة البريطانيّة، ودراسة محددات هيكل رأس المال طويلة وقصيرة الأجل، حيث غطت هذه الدّراسة 370 شركة

صناعيّة للفترة مابين 1978-1988، حيث تم استخدام معامل الانحدار المتعدد بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة. كما توصلت نتائج هذه الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة بين حجم الشركة ونسبة الدين، ووجود علاقة سلبيّة بين الأرباح وتذبذبها مع نسب الدين في هيكل رأسمال الشركة، وعلاقة سلبيّة بين أسعار الأسهم في السوق المالي والدين في هيكل رأسمال الشركة، كما أشارت الدّراسة إلى وجود علاقة عكسيّة بين فرص النمو المتوقع والدين في هيكل رأس المال.

- دراسة **(Rajan and Zingales,1995)**: هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال المرتبطة في البلدان المتقدمة الأخرى مماثلة لتلك العوامل التي تؤثر في شركات الولايات المتحدة، حيث تم أخذ حجم الشركة، والأصول الملموسة، والربحيّة، وفرص النمو كمحددات لهيكل رأس المال في هذه البلدان. كما توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة بين كل من الربحيّة وفرص النمو مع الرفع المالي، حيث تشير الدّراسة إلى أن العلاقة السلبيّة مع الرفع المالي ظهرت لتكون مدفوعة من قبل الشركات ذات فرص النمو المرتفعة بدلا من الشركات ذات فرص النمو المنخفضة، كما توصلت الدّراسة إلى عدم وجود أي دليل يدعم أثر حجم الشركة على الرفع المالي، وأخيرا فإنّ هذه النتائج لم تختلف مع البلدان الأخرى التي خلصت إلى أن العوامل المؤثرة في هيكل رأس المال المرتبطة بالبلدان الأخرى مماثلة لتلك العوامل التي تؤثر في شركات الولايات المتحدة.

- دراسة **(Ozkan,2001)**: هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار محددات هيكل رأس المال المستهدف لدى الشركات المساهمة العامة البريطانيّة، حيث شملت عينة الدّراسة 390 شركة مساهمة عامة، كما تمّ استخدام أسلوب الانحدار المتعدد الإحصائي في اختبار

متغيراتها المستقلة التي تتمثل بحجم الشركة، والربحيّة، ومعدل النمو، والسيولة، والوفورات الضريبيّة، وأثرها على المتغير التابع المتمثل بالرفع المالي. حيث توصلت نتائج هذه الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين حجم الشركة ورفعها المالي، ووجود علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الربحيّة، والسيولة، ومعدل النمو مع مستوى الدين، كما أشارت الدّراسة إلى أنّ هناك استجابة سريعة لدى الشركات البريطانيّة لنسب الرفع المالي المستهدف طويل الأجل.

- دراسة (Chen & Jiany,2001): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار محددات هيكل رأس المال لدى الشركات المساهمة العامة الهولنديّة، بعيدا عن العوامل التي أشارت إليها النظريات الخاصة بهيكل رأسمال الشركات التي لم تختبرها البحوث والدراسات السابقة في هولندا، بالإضافة التعرف إلى السلوك المالي لهذه الشركات، حيث شملت عينة الدّراسة 118 شركة مساهمة عامة للفترة مابين 1992-1997، حيث تم استخدام نموذج (Structural Equation Modeling) وذلك لاختبار متغيرات الدّراسة. كما توصلت نتائج الدّراسة إلى أن الشركات كبيرة الحجم تتجه إلى التنويع في مشاريعها وهذا يقلل من الربحيّة والإفلاس، كما خلصت الدّراسة إلى وجود علاقة غير إيجابيّة بين حجم الشركة والرفع المالي، بينما هناك علاقة سلبيّة بين فرص النمو والرفع المالي، وهذا يؤكد ما جاءت به دراسة (Myers,1984) بأن الشركات تفضل التمويل الداخلي أكثر من التمويل الخارجي لتغطيّة نفقات رأس المال، وهذا يدعم نظريّة ترتيب أولويات التمويل، علما بأن الشركات ذات الربحيّة العاليّة تفضل التمويل الداخلي، وذلك يؤدي إلى وجود علاقة عكسيّة بين الرفع المالي والربحيّة، كما توصلت الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة بين كل

من المرونة ، والتذبذب في العوائد مع مستوى الرفع المالي لدى الشركات الهولنديّة، وهذا يؤيد نظريّة ترتيب أولويات التمويل أيضا.

- دراسة (Wolfgeng & Roger, 2003): هدفت هذه الدّراسة إلى اختبار محدّدات الرفع المالي للنموذج التقليدي ونموذج ترتيب أولويات التمويل، بالاعتماد على سوق سويسرا للأوراق الماليّة للفترة مابين 1997- 2001، حيث شملت عينة الدّراسة 253 شركة مساهمة عامة، والتي شكلت 100% من مجتمع الدّراسة، كما تم الحصول على معلومات الدّراسة من مؤشر أداء سويسرا (Swiss Performance Index)، حيث تم استثناء الشركات الماليّة لاختلاف النظام المالي، ولصعوبة الحصول على المعلومات المتعلقة بهيكل رأسمال هذه الشركات، كما تم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدّراسة. حيث توصلت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة بين الرفع المالي وكل من حجم الشركة، والموجودات الثابتة، وفرص النمو، والوفورات الضريبيّة، بينما وجدت الدّراسة علاقة سلبيّة بين كل من النفقات الإعلاميّة، واحتماليّة الإفلاس، والربحيّة، وتذبذب العوائد من جهة، والرفع المالي من جهة أخرى، وهذا يميل إلى استخدام نظريّة ترتيب أولويات التمويل.

- دراسة (Shegill,2003): هدفت هذه الدّراسة إلى معرفة مدى العلاقة بين نوع الصناعة ومحددات هيكل رأس المال في الشركات النيوزلنديّة المدرجة في البورصة، حيث إنّ معظم الدراسات أجريت في بيئات صناعيّة متقدمة كالولايات المتحدة الأمريكيّة، لذلك قامت هذه الدّراسة لاختبار العلاقة بين نوع الصناعة وأثرها على ربحيّة الشركة ونموها وأداء الشركة المالي في الشركات النيوزلنديّة . حيث اشتملت عينة الدّراسة على 74 شركة مدرجة في بورصة نيوزيلندا وموزعة على أربع مجموعات صناعيّة واسعة، كما استخدم الباحث أداء

الشركة كمتغير تابع بينما استخدم ربحيّة الشركة ونموها كمقياس لأداء الشركة. حيث توصلت نتائج الدّراسة إلى أن خصائص الشركة وتأثير الصناعة تلعب دورا هاما في تأثيرها على الربحيّة ولكن ليس لها أيّة أثر على نمو الشركة.

- دراسة (Bevan and Danbolt, 2004): هدفت هذه الدّراسة إلى فحص العلاقة بين محّددات هيكل رأس المال والرفع المالي المستخدم لتحليل بيانات عينة مأخوذة من شركات الولايات المتحدة، حيث تمّ استخدام حجم الشركة والربحيّة والأصول الملموسة وفرص النمو كمحددات لهيكل رأس المال. كما توصلت الدّراسة إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائيّة من خلال تحليل نتائج جمع البيانات، إذ وجدت الدّراسة أنّ الشركات الكبيرة تميل لاستخدام الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل بشكل أكبر من الشركات الصغرى ، كما وجدت الدّراسة أن هناك علاقة إيجابيّة بين الأصول الملموسة والديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل، في حين هناك علاقة سلبيّة بين الربحيّة والديون طويلة الأجل وقصيرة الاجل، كما وجدت الدّراسة أن الشركات المربحة تميل إلى استخدام الديون قصير الأجل بشكل اكبر من الشركات الأقل ربحيّة.

- دراسة (Joshua,2008): هدفت هذه الدّراسة للتعرف إلى هيكل رأس المال في الشركات المدرجة والشركات غير المدرجة الكبيرة، والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في غانا. حيث لم تظهر نتائج الدّراسة أي فروق ذات دلالة إحصائيّة بين هيكل رؤوس أموال الشركات المدرجة وغير المدرجة، كما وجدت الدّراسة أن الديون قصيرة الأجل تشكل نسبة عاليّة من الديون الإجماليّة للشركات المأخوذة في العينة، كما أشارت نتائج الانحدار إلى أن عمر الشركة، وحجم الشركة، وهيكل الأصول، والربحيّة، والمخاطر، ذات تأثير مهم على قرارات هيكل رأس المال في الشركات الغانيّة، أما في حال الشركات الصغيرة

والمتوسطة، فإن منظم الجنس، والوضع التصديري، والصناعة، وموقع الشركة، له أهميّة في قرارات هيكل رأس المال.

- دراسة (Gropp and Heider,2010): هدفت هذه الدّراسة إلى التعرف على محددات هيكل رأس المال لدى البنوك الأمريكيّة والأوروبيّة، وقد أجريت هذه الدّراسة على 200 بنك أمريكي وأوروبي وذلك لمدة 14 سنة للفترة ما بين 1991- 2004، حيث كان الهدف الرئيس في هذه الدّراسة هو التعرف إلى أثر المتغيرات مثل الضمانات، والربحيّة، وفرص النمو، والحجم، والمخاطر، وتوزيع الأرباح على هذه البنوك. كما تم استخدام نموذج الانحدار لتقدير أثر محددات هيكل رأس المال على الرفع المالي لدى البنوك التي اجريت عليها الدّراسة، حيث أشارت نتائج الدّراسة إلى وجود علاقة سلبيّة بين المخاطر والربحيّة وتوزيع الأرباح من جهة، ونسب الرفع المالي من جهة أخرى، بينما توجد علاقة إيجابيّة بين الضمانات والحجم من جهة، ونسبة الديون من جهة أخرى. كما أشار التحليل المنفصل لكل من البنوك الأمريكيّة والبنوك الأوروبيّة إلى نفس النتائج، كما اقترحت الدّراسة بأن متطلبات رأس المال التنظيمي له أهميّة من الدرجة الثانيّة.
- دراسة (Sarma et al.,2010): هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى أثر بعض المحدّدات مثل: الحجم، والنمو، والربحيّة، والمرونة الماليّة، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد، والانحراف عن مستوى الدين المستهدف، وصراع الوكالة، وحريّة التدفق النقدي، على مستوى التمويل باستخدام الديون طويلة الأجل لهيكل رأس المال في الشركات العاملة في ماليزيا، حيث تم تطبيق الانحدار المقطعي للفترة ما بين 2005 إلى 2006 على عينة من (95) شركة لسنة 2005 و(82) شركة لسنة 2006 تم اختيارهما من بين الشركات المدرجة في سوق ماليزيا المالي (KLSE). كما أشارت نتائج هذه الدّراسة إلى أن كل من

الحجم واعتبارات الأمان والانحراف عن مستوى الدين المستهدف برزوا كعوامل تنبؤ وأكثر أهميّة وتأثيرا على التمويل بالدين، أما بالنسبة للربحيّة، والدروع الضريبيّة من دون الفوائد وصراع الوكالة والتدفق النقدي الحر فق برزوا كعوامل تنبؤ أخرى أقل أهميّة من العوامل السابقة.

- دراسة (Wellalage and Locke,2012): هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى محددات هيكل رأس المال في الشركات الكبيرة المدرجة في نيوزلندا، وذلك للفترة ما بين 2003-2010 باستخدام نموذج الانحدار. حيث اتخذت الدّراسة بعض متغيرات حوكمة الشركات مثل ملكيّة الأسهم الأجنبيّة، والملكيّة الإداريّة، والإدارة غير التنفيذيّة كمحددات لهيكل رأس المال. وأشارت نتائج الدّراسة إلى أن خصائص الشركة تلعب دورا هاما في تحديد مستوى الرفع المالي بدلاً من متغيرات حوكمة الشركات، كما وجدت الدّراسة بأن الشركات النيوزلنديّة تنسجم مع نظريّة ترتيب أولويات التمويل (POT)، وبالتالي فإن هذه الدّراسة تلقي الضوء على هيكل رأس المال للشركات النيوزلنديّة وضرورة تحفيز الشركات لتكون أكثر نشاطا في نشاطات سوق الدين.
- دراسة (Kouki & Ben Said, 2012): هدفت هذه الدّراسة التعرف إلى المحددات التي تؤثر على خيارات تمويل هيكل رأس المال للشركات المساهمة العامة الفرنسيّة والقيام باختبار نظري وتجريبي لها، كما هدفت الدّراسة إلى التركيز على أوجه القصور لسوق رأس المال من خلال دراسة نظام الضرائب وتكاليف الإفلاس وتماثل المعلومات وأثرها على تحديد السلوك المالي لهذه الشركات من وجهة نظر نظريّة ترتيب أولويات التمويل (POT) ونظريّة التبادل (TOT) ونظريّة توقيت السوق، كما وضحت الدّراسة أسلوب الرفع المالي المستخدم في هذه الشركات. حيث شملت عينة الدّراسة على (244) شركة

مدرجة في سوق الأسهم الفرنسي (SBF 250) من قطاعات مختلفة (قطاع الصناعة: 155 شركة، وقطاع الخدمات: 86 شركة، وقطاع النقل: 23 شركة، وقطاع النفط: 16 شركة) وذلك للفترة ما بين 1997 إلى 2007. حيث تمثلت المتغيرات التابعة للدراسة بالقيمة الدفتريّة لنسبة الديون طويلة الأجل والقيمة السوقيّة لنسبة الديون طويلة الأجل، أما بالنسبة للمتغيرات المستقلة فقد تمثلت بحجم الشركة والربحيّة وفرص النمو والأصول الملموسة والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد ومخاطر الإفلاس وفجوة التمويل. كما تم استخدام نماذج متعددة مشتقة من كل نظريّة من النظريات الثلاثة السابقة لمعرفة أيا منها تعكس بشكل أكبر الأداء الواقعي لهذه الشركات وذلك لتحقيق أهداف الدّراسة، حيث استخدمت نظريّة ترتيب أولويات التمويل ونظريّة توقيت السوق نموذج نسبة التغير في مستوى الدين لكل منهما، بينما استخدمت نظريّة التبادل نموذجين هما: نموذج التبادل الديناميكي ونموذج التبادل الإحصائي. وتوصلت نتائج هذه الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة بين حجم الشركة وفرص النمو والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد من جهة ومقدار اعتمادها على التمويل بالديون طويلة الأجل من جهة أخرى، وذلك لأن الشركات التي ترغب بالتوسع في أعمالها تحتاج إلى تمويل إضافي. كما توصلت الدّراسة إلى وجود علاقة إيجابيّة بين ربحيّة الشركة والقيمة الدفتريّة للديون طويلة الأجل، في حين وجدت الدّراسة أن هناك علاقة سلبيّة مع القيمة السوقيّة لهذه الديون. كما بينت الدّراسة أيضا أن الشركات الكبرى تفضل غالبا الاعتماد على التمويل عن طريق إصدار الأسهم والسندات في حال كانت ظروف السوق مستقرة وحالة القطاع المحيط بالشركة جيد.

2-2 ما يميّز هذه الدّراسة عن الدراسات السابقة

يتضّح من خلال العرض السابق للدراسات السابقة في موضوع هيكل رأس المال للشركات عدم تمكن الباحثة من الحصول سوى على أربع دراسات على الشركات في الأردن، وهذه الدراسات لم تدرس أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال بل اهتمت في التعرّف إلى محددات هيكل رأس المال. أما بالنسبة لباقي دراسات الدول الناميّة فقد كان عددها محدودا (بحسب علم الباحثة). وبالنسبة للدراسات في الدول المتقدمة فإن نتائجها تختلف كلياً، حيث إن الدول المتقدمة تتسم بالتطور وبارتفاع مستوى السيولة، والمنافسة، والرقابة والتنظيم، ومستوى حمايّة المستثمرين، مما يجعل أسباب الاهتمام بهيكل رأس المال تختلف في الدول المتقدمة عن الدول الناميّة. وبذلك نجد بأن العوامل التي تؤثر على هيكل رأس المال تختلف باختلاف البلدان وباختلاف حجم الشركات، بالإضافة إلى أن المتغيرات التي تؤثر على هيكل رأس المال تتغير بمرور الزمن. أضف إلى ما سبق شح الدراسات السابقة التي تحاول استقصاء أثر خصائص الشركة الرئيسة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل للشركات في البلدان الناميّة خصوصا في البلدان العربيّة. وعليه فإن هذه الدّراسة تحاول سد هذه الثغرة من خلال تحليل خصائص الشركة المؤثرة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان وخلال الفترة 2001-2012.

وما يميز هذه الدّراسة عن سابقاتها هو تحديد أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان، وذلك من خلال تشخيص وبيان أهميّة تأثير كل خاصيّة من هذه الخصائص والتي تشتمل على سبعة خصائص

ماليّة وهي: تكاليف التعديل، وحجم الشركة، والربحيّة، وفرص النمو، والتدفق النقدي الحر، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد، وتوزيع الأرباح. وتختلف أيضا هذه الدّراسة عن الدراسات السابقة التي درست محددات هيكل رأس المال الأمثل باستخدام عينة من الشركات ولفترات سابقة مختلفة عن فترة الدّراسة التي تناولت أثر هذه الخصائص في المدة الزمنيّة من 2001 إلى 2012 ، كما وأن أهداف الدّراسة تختلف عن أهداف تلك الدراسات.

الفصل الرابع

منهجيّة الدّراسة

4-1 مقدمة

4-2 بيانات الدّراسة

4-3 عينة الدّراسة

4-4 متغيرات الدّراسة

4-5 فرضيات الدّراسة

4-6 نموذج الدّراسة

4-7 أساليب تحليل البيانات

الفصل الرابع

منهجيّة الدّراسة

4-1مقدمة

تهدف هذه الدّراسة إلى معرفة أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان، باستخدام طرق التحليل الاحصائي الملائمة، وعليه يقدم هذا الفصل من الدّراسة المنهجيّة المتبعة في بناء نموذج الدّراسة وطرق التحليل، ويبين طرق جمع البيانات ونوعها، ومعايير اختيار عينة الدّراسة، وعرض المتغيرات عرضا نظريا وعمليا اعتمادا على الدراسات السابقة، وبناء فرضيات الدّراسة وتطويرها على أساس هذا العرض، ووضع نموذج للدراسة لتوضيح العلاقة بين المتغيرات، وتوضيح الأساليب الإحصائيّة المستخدمة في تحليل البيانات.

4-2 بيانات الدّراسة وطرق جمعها

لتحقيق أهداف الدّراسة استخدمت الدّراسة السلاسل الزمنيّة للبيانات المقطعيّة وهو ما يعرف ب (Panel Data) ويشمل هذا النوع من البيانات خصائص كلا من البيانات المقطعيّة (Cross-Sectional Data) وبيانات السلاسل الزمنيّة (Time-Series Data)، وتتميّز عن غيره من اساليب التحليل القياسي الاخرى بالكثير من الخصائص التي تؤدي الى الحصول على نتائج أكفأ وذات فعاليّة يمكن تفسيرها اقتصاديا وإحصائيا وسيتم عرضها بالتفصيل في الجزء (4-7) من هذا الفصل.

لقد تم جمع واستخراج البيانات من التقارير الماليّة السنويّة الصادرة من مجلس إدارة الشركات الواقعة ضمن العينة، ومن دليل الشركات المساهمة العامة الاردنيّة الذي تصدره هيئة الأوراق الماليّة، وتتوفر هذه البيانات على أقراص مدمجة وعلى موقع بورصة عمان الإلكتروني وهي متاحة للجميع. حيث نص قانون الشركات لسنة 1997 والمعدل سنة 1998 على ضرورة نشر الشركات لبياناتها لرفع مستوى الشفافيّة تماشيا مع محاولات الاردن لمواكبة أسواق راس المال العالميّة.

بلغ عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان حتى نهايّة عام 2012 (277) شركة، وتقسم إلى ثلاثة قطاعات اقتصاديّة رئيسة، القطاع المالي والقطاع الخدمي والقطاع الصناعي. وقد تم جمع واستخراج بيانات الدّراسة لتغطيّة الفترة من 2001 الى 2012 على الأساس السنوي، واختيرت هذه الفترة لكونها شهدت ما بعد التحولات في سوق عمان المالي بشكل كبير جدا.

3-4 عينة الدّراسة

ولاختبار عينة الداسة تم اعتماد المعايير الآتيّة:

1. استبعاد شركات القطاع المالي والقطاع الخدمي، حيث تركز هذه الدّراسة على شركات القطاع الصناعي للفترة الزمنيّة (2001-2012).

2. استبعاد جميع الشركات التي حصل لها عمليّة دمج أو استحواذ خلال فترة الدّراسة.

3. استبعاد جميع الشركات التي لم يتم الحصول على كامل بياناتها.

4. استبعاد جميع الشركات التي تم تصفيتها أو إيقاف تشغيلها.

5. استبعاد جميع الشركات الي أدرجت بعد عام 2000.

بعد تطبيق هذه المعايير استثنيت شركات القطاع المالي وعددها 117 شركة، واستبعدت شركات القطاع الخدمي وعددها 68 شركة، وتم استبعاد 29 شركة صناعيّة، وعليه تقتصر الدّراسة على 53 شركة صناعيّة مع بيانات متوفرة بشكل مستمر بين عامي 2001 و2012 . وتمثل هذه البيانات ما يعادل 19.13 % من اجمالي عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما تمثل ما يعادل 72.21%من اجمالي عدد الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان في نهايّة العام 2012. وعليه تكونت عينة الدّراسة من نسبة كافيّة من الشركات المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة من 2001 الى 2012، وبالتالي يمكن الاعتماد على نتائج التقدير لمعاملات الانحدار في تقييم وتحليل المحددات الرئيسة لهيكل رأس المال للشركات الأردنيّة الصناعيّة. فضلاً عن ذلك، يساهم استخدام السلاسل الزمنيّة للبيانات المقطعيّة (Panel Data) في الحصول على نتائج تقدير أكفأ لما للأساليب المستخدمة في تقدير هذا النوع من البيانات من فعاليّة في الأخذ بعين الاعتبار العوامل الفرديّة والزمنيّة التي لا يمكن ملاحظتها (Unobservabe Effects) وهذا ما سيتم ذكره بالتفصيل في البند (4-7) لاحقا.

4-4 متغيرات الدّراسة

يستعرض هذا الجزء من الدّراسة أهم خصائص الشركة، والبناء النظري للفرضيات القابلة للاختبار حول العلاقة بين سرعة تعديل هيكل رأس المال وهذه المتغيرات، وفقا لأدبيات موضوع إدارة هيكل رأس المال الأمثل النظري والعملي كما تناولته الدراسات السابقة.

- **المتغير التابع (Dependent Variable):**

سرعة تعديل هيكل رأس المال: يؤثر هيكل رأس المال كثيرا في قيمة الشركة، وذلك من خلال تأثيره على تكلفة الأموال أو من خلال تأثيره على التدفقات النقديّة المتوقعة أو كليهما معا. يتكون

أي هيكل رأس مال غالباً من عنصرين أساسيين هما : أموال الاقتراض وأموال الملكيّة. ومن هنا نجد أن اشتمال هيكل رأس المال على أموال الاقتراض يعني أن فوائد القروض ينتج عنها وفورات ضريبيّة وبالتالي ستؤدي إلى زيادة صافي التدفقات النقديّة وهذا سيترتب عليه زيادة في قيمة الشركة، مع ثبات العوامل الأخرى للشركة. أما من حيث تأثير هيكل رأس المال على قيمة الشركة من خلال تكلفة الأموال، فإن معدل الخصم الذي يستخدم عند تقييم البدائل الرأسماليّة سواء كمعيار مرجعي عند استخدام طريقة معدل العائد الداخلي أو لخصم التدفقات النقديّة في حالة استخدام طريقة صافي القيمة الحاليّة ما هو في الحقيقة إلا تكلفة الأموال، وحيث ان تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى، وذلك لأن الاعتماد على الاقتراض في التمويل ينتج عنه تخفيض في تكلفة الأموال أي تخفيض في معدل الخصم المستخدم لخصم التدفقات النقديّة وبالتالي زيادة قيمة الشركة. وإن الرفع المالي يؤدي إلى زيادة ربحيّة السهم ودرجة المخاطر التي تتعرض لها إيرادات السهم، وبناءً على ذلك فإن القيمة السوقيّة للشركة سوف ترتفع أو لا وذلك بزيادة الرفع المالي، وبما أن إدارة الشركة تهدف إلى تعظيم القيمة السوقيّة لأسهمها، فإنه يمكن دراسة أثر هيكل رأس المال على قيمة الشركة، حيث أن قيمتها تتوقف على تكلفة الأموال أو على تيار الأرباح المستقبليّة، ومعدل الخصم لهذه الأرباح. فإذا كان لهيكل رأس المال تأثيرا في قيمة الشركة، فإن ذلك يعني إما أن هيكل رأس المال يؤثر على تكلفة رأس المال أو معدل الخصم أو على الأرباح النقديّة المتوقعة للشركة أو يؤثر عليهما معا. وتتاولت التركيبة المثلى لهيكل رأس المال بين الصناعات المختلفة، كما تناولت أيضا بين شركة وأخرى فلا توجد معادلة سحريّة توصل الشركات إلى كيفيّة تشكيل هيكل رأس المال(Myers,1984) ، ولقد جاءت دراسة (Modigliani and Miller,1958) التي هدفت إلى دراسة هيكل رأس المال للشركة التي تتمثل في قيمة استثمارتها والتي تتوقف بدورها على عوائد الشركة والمخاطر

المتعلقة بها وأن هناك ارتباط بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة مع بعض الافتراضات مثل افتراض عدم وجود ضريبة على الدخل. وإذا اعتبرنا بن الرفع المالي يؤثر على ربحيّة السهم أو على تكلفة رأس المال ومن ثم على قيمة الشركة، فمعنى ذلك وجود هيكل رأس مالي أمثل (Optimal Capital Structure) وهو تلك التركيبة من الأموال (السندات والأسهم) التي تقلل من تكلفة الأموال المرجحة بالأوزان إلى أدنى حد ممكن.

إن نظريّة هيكل رأس المال الأمثل تنص على ان كل شركة لها هيكل رأس مال أمثل والذي يعمل على تعظيم قيمة الشركة وتخفيض تكلفة رأس المال، فاستخدام الدين في هذا الهيكل يؤدي إلى رفع كل من العائد والمخاطرة والذي يعمل على تخفيض تكلفة رأس المال (Brigham,1985)، ولكن أهم العوامل المؤثرة في قرار الشركة هي تلك التي تعتمد على الدين وهي التكاليف المرافقة لاستخدام نسبة عاليّة من الدين والتي يطلق عليها تكاليف العسر المالي (Financial Distress Costs) بشكل عام وتكاليف الإفلاس (التي يقصد بها مجموعة العناصر المرتبطة بإفلاس الشركة او احتمالات الإفلاس) بشكل خاص والتي لابد من أخذها بعين الاعتبار لأنها قد تخرج عن السيطرة في شركة لديها نسبة دين إلى حقوق ملكيّة عاليّة. واعتمادا على ما سبق من أساس نظري وعملي، سيتم قياس هيكل رأس المال بالاعتماد على نسب التمويل المعتمدة والمتمثلة بمقدار استخدام الرفع المالي في تمويل الشركة.

- **المتغيرات المستقلة** (Independent Variables):

1- حجم الشركة :

يعدّ حجم الشركة من أهم الخصائص المؤثرة في سرعة تعديل هيكل رأس المال، ويوضح ذلك من خلال تأثيره على استخدام الرفع المالي كأسلوب للتمويل، حيث يعتمد التفسير الأكثر وضوحا على تكاليف الإفلاس التي ترتبط بحجم الشركة (Warner,1977). حيث يرى

(Warner,1977) بأن تكاليف الإفلاس تشكل نسبة كبيرة في قيمة الشركة في حال قلت قيمتها، وإن (Titman and Wessels,1988) يفترض بأن الشركات الكبيرة هي أكثر تنوعا وأقل عرضة للإفلاس من الشركات الصغيرة، وهذا يشير إلى أن حجم الشركة وكيل معكوس لاحتمال الإفلاس، وبالتالي فإن الشركات الكبيرة لديها قدرة ديون مرتفعة، ويمكنها الاقتراض بأسعار فائدة معدلة حسب المخاطر أفضل من الشركات الصغرى. وبالتالي فإن نظريّة تبادل المنفعة تتوقع وجود علاقة إيجابيّة بين الرفع المالي وحجم الشركة، ونتيجة لعدم تماثل المعلومات بين المديرين والمستثمرين فإن الشركات الكبيرة تخضع لمزيد من المعلومات أكثر من الشركات الصغرى وذلك لأن مجتمع الاستثمار يكون أكثر قلقا في جمع وتوفير المعلومات حول الشركات الكبيرة (Kadapakkam et al.1998). وهذا يجعل الشركات الكبيرة أكثر ملاحظة من قبل المحللين وأقل عرضة للتباين في المعلومات من الشركات الصغرى، وبالتالي ينبغي أن تكون أكثر قدرة على إصدار الأسهم أكثر قدرة على إصدار الأسهم وأكثر حساسيّة للتباين في المعلومات وتكون أقل للديون (Rajan and Zingales,1995) ، وهذا يشير إلى أن هناك ارتباط سلبي بين الرفع المالي وحجم الشركة. وسيتم التنبؤ بما جاءت به نظريّة تبادل المنفعة ونظريّة ترتيب أولويات التمويل في السوق الأردني من خلال دراسة العلاقة بين الرفع المالي وحجم الشركة، ووفقا ل (Titman and Wessels,1988) و (Rajan and Zingales,1995) سيتم استخدام اللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول كمقياس لحجم الشركة.

2- الربحيّة:

تعتبر الربحيّة الهدف الرئيس الذي تسعى إليه أي شركة بل أن هدف تعظيم الربح أصبح من أهم المؤشرات التي يتم استخدامها لقياس مدى كفاءة الإدارة وقدرتها على تحقيق الأرباح من

الأموال المستثمرة في الأصول، كما تعكس ربحيّة أي شركة القراءات والسياسات التي تتبعها الشركة. إنّ معدل العائد المتوقع لأي مشروع استثماري يجب أن يكون أكبر من معدل العائد المطلوب في سوق رأس المال حتى يمكن القول أن المشروع الاقتصادي مربحا، حيث أن ربحيّة الشركة تعتمد على مستوى مبيعاتها وما تحققه من عوائد من مشاريعها الاستثماريّة، وهذا يلعب دورا هاما في تحديد نسبة الاقتراض لدى الشركة، فعندما تزداد ربحيّة الشركة يقل اعتمادها على الاقتراض وبالتالي فإنّ ذلك يسهم بدور كبير في قرار اختيار هيكل رأس المال المناسب (حنفي، 2004).

افترضت نظريّة Pecking Order Theory أن الشركات تلجأ في البدايّة إلى مصادر التمويل الداخليّة والمتمثلة بالأرباح المحتجزة، ثم إلى المصادر الخارجيّة من ديون وإصدارات جديدة، لذلك فإن الشركات التي تحقق مستوى مرتفع من الربحيّة تستخدم المصادر الداخليّة للتمويل (Myers,1984) ، وبالتالي فإن هناك علاقة سلبيّة بين الربحيّة واستخدام التمويل عن طريق الدين. كما أشارت بعض الدراسات السابقة (Titman & Wessels,1988) و (Ghassem el at,1994) و (Rajan and Zingles,1995) أن هناك علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة بين الربحيّة واستخدام الرفع المالي للشركات. وتقاس الربحيّة بالتدفق النقدي إلى الأصول، ويتم حساب التدفقات النقديّة بالربح قبل الفوائد والضرائب (Rajan and Zingales,1995).

3- **فرص النمو:**

تلجأ الشركات إلى الحصول على التمويل المناسب عن طريق المصادر الداخليّة المتمثلة بالأرباح المحتجزة أو المصادر الخارجيّة مثل إصدار الأسهم والاقتراض وذلك لرغبتها في زيادة

استثماراتها والتوسع في أعمالها لتعظيم القيمة السوقيّة لها. وعرّف (& Brigham Ehrhardt,2008,p445) فرص النمو على أنها مقدرة الشركة على زيادة طاقتها الإنتاجيّة واستثماراتها التشغيليّة في المنتجات أو الخدمات التي تقدمها في حالة مقدرة السوق على استيعاب هذه الزيادة، وتقسم إلى ثلاثة خيارات رئيسة وهي زيادة الطاقة الإنتاجيّة ودخول أسواق جغرافيّة جديدة وإضافة منتجات أو خدمات أخرى. كما وتتمثل فرص النمو المستقبليّة أيضا في موجودات الشركة غير الملموسة. أشارت دراسة (Ahmad & Abbas,2011) وأشارت دراسة (Jean,2004) و(Wolfgeng & Roger, 2003) علاقة إيجابيّة بين فرص النمو واستخدام الرفع المالي سببه أن التمويل الداخلي وحده لا يكفي لإيجاد فرص استثماريّة مستقبليّة وإنما تلجأ الشركات إلى التمويل الخارجي المتمثل بالتمويل بالدين. وتقاس فرص النمو بنسبة القيمة الدفتريّة إلى القيمة السوقيّة (Rajan and Zingales,1995).

4- التدفق النقدي الحر:

عرف (Ha,2011) التدفق النقدي الحر بأنه النقد المتبقي لدى الشركة بعد اقتطاع المصاريف والاستثمارات المستقبليّة الضروريّة والملتزم بها مسبقا من قبل إدارة الشركة. واعتبر (Jensen,1986) أن توفر التدفق النقدي الحر يقود إلى تضارب المصالح بين المساهمين ومدراء الشركات ويكون موضوع الخلاف على مقدار توزيع الأرباح على المساهمين (Payout Ratio)، وبناء على ذلك أوصى بأن يتم اللجوء إلى استخدام الرفع المالي للحد من هذا التضارب لأن الديون تقود إلى تقليل النقد المتبقي لدى الشركة وتحد من حريّة التصرف به من قبل إدارتها لما يترتب على التمويل بالدين من أقساط وفوائد يجب تسديدها على فترات. كما أشارت دراسة (Sarma et al,2010) إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين التدفق

النقدي الحر واستخدام الشركة للرفع المالي. ويقاس التدفق النقدي الحر بمجموع الاستثمارات إلى إجمالي الأصول.

5- الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد:

الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد هي الاستهلاك والفوائد المدفوعة على القروض والتي تؤدي إلى تخفيض صافي الربح قبل الضريبة، كلما كانت الضريبة مرتفعة تقل التكلفة الحقيقيّة للقروض مما يزيد رغبة الشركة إلى اللجوء للتمويل بالدين، من أجل خفض قيمة الضريبة (Modigliani and Miller,1963). وبناءً على نظريّة Trade-off Theory فإن هناك علاقة سلبيّة بين الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد واستخدام الرفع المالي في الشركة، أي أن الشركات تستخدم الوفورات الضريبيّة لتخفيض الدخل الخاضع للضريبة ولزيادة المرونة الماليّة، وذلك لأن احتماليّة الإفلاس تزداد مع زيادة الرفع المالي. وقد أشارت دراسة (Ahmad & Abbas,2011) و (Ozkan,2001) و(Titman & Wessels,1988) أن هناك علاقة سلبيّة بين العوامل التي تؤدي إلى الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد وبين اتجاه ورغبة الإدارة بالتمويل باستخدام الدين لأسباب عدة أهمها أن الميزة الأولى التي يحققها التمويل بالدين هي الوفر الضريبي من خلال الفوائد والتي سوف تقل أهميتها مع وجود العوامل السابقة والتي تؤدي إلى تخفيض الدخل الخاضع للضريبة. وتقاس الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد بمجموع الاستهلاكات إلى إجمالي الأصول (Titman and Wessels,1988).

6- توزيع الأرباح:

شملت الأرباح الموزعة كل من التوزيعات النقديّة وتوزيعات الأسهم على مساهمي الشركة، وبناء على نظريّة Pecking order theory فإن هناك علاقة إيجابيّة بين توزيع الأرباح والتمويل بالدين سببه أن توزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيض الأرباح المحتجزة فتلجأ الشركة

إلى طلب التمويل بالدين كخطوة بديلة لتمويل استثماراتها. حيث اعتبر (Jensen,1986) أن الشركات التي تمتلك مقدار مرتفع نسبيا من التدفق النقدي الحر تزداد قدرتها على توزيع الأرباح أو إعادة شراء أسهمها لتقليل أثر صراع الوكالة. وسيتم استخدام الانحراف المعياري للعائد على الأصول كمقياس لتوزيع الأرباح، حيث يتم قياس العائد على الأصول لكل سنة من قبل نسبة الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول.

7- الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف:

يعكس مفهوم مستوى الدين المستهدف الموازنة والمفاضلة بين المنفعة والتكلفة للتمويل باستخدام الدين(Titman & Tsyplakov,2007). واعتمادا على نظريّة Trade-off Theory فإن الإدارة تقوم بمقارنة المنفعة والتكلفة من استخدام التمويل بالدين، والذي يقودها إلى وضع مستوى دين مستهدف وتتجه إليه بشكل تدريجي لتحقيق هذا المستوى، وأي انحراف عن هذا المستوى يتم تعديله فورياً. كما أشارت دراسة (Sarma et al,2010) إلى وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الدين المستهدف والسلوك التمويلي للشركات. وتقاس الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف بنسبة التمويل بالدين إلى الوسط الحسابي لمجموع نسب التمويل بالدين.

4 -5 فرضيات الدّراسة

من خلال العرض النظري والعملي لمتغيرات الدّراسة يمكن تلخيص فرضيات الدّراسة كالآتي:

- **الفرضيّة الأولى:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والحجم للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.
- **الفرضيّة الثانيّة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والربحيّة للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.

- **الفرضيّة الثالثة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وفرص النمو للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.
- **الفرضيّة الرابعة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والتدفق النقدي الحر للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.
- **الفرضيّة الخامسة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.
- **الفرضيّة السادسة:** لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وتوزيع الأرباح للشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان.

4-6 نموذج الدّراسة

في ضوء ما سبق من عرض لمتغيرات الدّراسة سيتم استخدام النموذج القياسي التالي لاستقصاء أثر كلا من المتغيرات المستقلة: حجم الشركة، والربحيّة، وفرص النمو، والتدفق النقدي الحر، والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد، وتوزيع الأرباح، على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركات الصناعيّة الأردنيّة. وعليّة يمكن وضع النموذج بصيغته الرياضيّة على النحو التالي: (لكل من الشركة i في السنة t) :

$$LEV_{it} = \alpha_1 TRDEV_{it-1} + \beta_0 + \beta_1 * Size_{it-1} + \beta_2 * Prof_{it-1} + \beta_3 * Grow_{it-1} + \beta_4 * FCF_{it-1} + \beta_5 * NDTS_{it-1} + \beta_6 * Div_{it-1} + e_{it}$$

......................................(1.4)

حيث إن:

α: ثابت معادلة الإنحدار.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6$: ميل معادلة الانحدار الذي يعكس حساسيّة التغير في سرعة تعديل هيكل رأس المال للتغير في العوامل المستقلة قيد الدّراسة وبحسب ترتيبها.

LEV_{it}: هو عبارة عن المتغير التابع وهو سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل في الشركة i والزمن t مقاسا بمستوى الرفع المالي.

$\alpha_1 TRDEV_{it-1}$: هو عبارة عن الانحراف عن مستوى الدين المستهدف مقاسا بنسبة التمويل بالدين مقسومة على الوسط الحسابي لمجموع نسب التمويل بالدين في القطاع.

$Size_{it-1}$: حجم الشركة مقاسا باللوغاريتم الطبيعي لإجمالي الأصول.

$Prof_{it-1}$: ربحيّة الشركة مقاسا بالربح قبل الفوائد والضرائب على مجموع الأصول.

$Grow_{it-1}$: فرص النمو للشركة مقاسا بنسبة القيمة السوقيّة إلى القيمة الدفتريّة للسهم.

FCF_{it-1}: التدفق النقدي الحر للشركة مقاسا بمجموع الاستثمارات على إجمالي الأصول.

$NDTS_{it-1}$: الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد مقاسا بمجموع الاستهلاكات على إجمالي الأصول

Div_{it-1}: توزيع الأرباح مقاسا بنسبة توزيع الأرباح.

e_{it} : الخطأ العشوائي .

4-7 أساليب تحليل البيانات

لتحقيق أهداف الدّراسة استخدمت الدّراسة أساليب التحليل الإحصائي لتقدير معادلات الانحدار التي تتلاءم ونوع البيانات المستخدمة في هذه الدّراسة، فقد تم الاعتماد على ما يعرف ب (Panel Data)، وهي عبارة عن سلاسل زمنيّة لبيانات مقطعيّة (Time Series of Cross Sectional Data) وما يميز هذا الأسلوب (Panel Data Analysis) عن أسلوب التحليل التجمعي (Pooled Analysis Data) أنه يأخذ بعين الاعتبار أثر العوامل الفرديّة، وعامل الزمن (Individuals &Time Specific Effects) عند تقدير معادلات الانحدار، ويتميز أيضا أسلوب تحليل ال (Panel Data) حسب (Brudel, 2005) عن تحليل البيانات المقطعيّة (Cross- Sectional Data) وتحليل بيانات السلاسل الزمنيّة (Time Series Data) في أنه يوفر كما أكبر من المعلومات، ويزيد من عدد مشاهدات الدّراسة، ويقلل من بعض مشكلات التحليل مثل مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) بحيث يخفض الارتباط بين المتغيرات المستقلة، ويقلل من العلاقات الخطيّة المتداخلة بين المتغيرات ورفع درجات الحريّة كذلك، ويعمل على تحسين كفاءة المعاملات المقاسة والتقديرات، ويسمح هذا التحليل بدراسة الديناميكيات الفرديّة وتطورها عبر فترة من الزمن، ويعطي معلومات عن ترتيب وقت الأحداث، كذلك يسمح للباحث بتحليل عدد من القضايا الاقتصاديّة التي لا يمكن تناولها باستخدام بيانات السلاسل الزمنيّة أو البيانات المقطعيّة.

ولغايات المقارنة سيتم استخدام البيانات التجمعيّة (Pooled Data)، والتي من خلالها سيتم التحليل الوصفي لمتغيرات الدّراسة المستخدمة في تقدير معادلات الانحدار لنموذج الدّراسة. وأسلوب التحليل التجمعي Pooled Data Analysis يمكن تقديره من خلال طريقة المربعات

الصغرى الاعتياديّة (OLS) والذي لا يكون فعالا في تقدير معاملات النموذج إذا كان هناك تأثير للعوامل الفرديّة وعامل الزمن (Individuals &Time Specific Effects) .

ويمكن تقدير Panel Data إما بأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model) والذي يمكن تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتياديّة، أو بأسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) والذي يتم تقديره باستخدام طريقة المربعات الصغرى العامة (Generalied Least Squares) . إن الاختلاف الجوهري بين أسلوب الأثر الثابت، والأثر العشوائي، هو فيما إذا كانت العوامل الفرديّة وعامل الزمن (Individuals & Time Specific Effects) مرتبطة مع المتغيرات المستقلة أم لا.

ويرى (Gujarati, 2003) أن أسلوب الأثر الثابت يفترض ثبات العوامل الفرديّة وعامل الزمن (Individuals &Time Specific Effects) وارتباطها مع المتغيرات المستقلة، في حين أن أسلوب الأثر العشوائي يفترض عشوائيّة ظهورها وعدم ارتباطها بمتغيرات النموذج المستقلة، وعليه فإن وجود هذا الارتباط يجعل من أسلوب الأثر العشوائي غير كفء في تقدير معاملات الدّراسة والعكس بالنسبة للأثر الثابت.

ولتحديد أسلوب التحليل الأمثل لبيانات الدّراسة، استخدمت الباحثة العديد من طرق الفحص Diagnostic Tests مثل استخدام اختبار Lagrange Multiplier Test (LM) لتحليل الأفضليّة بين Pooled Data Analysis و Panel Data Analysis على أساس قبول و رفض فرضيّة العدم في أن التباين المقطعي (Cross – Sectional Variance) يساوي صفراً فرفض فرضيّة العدم يجعل من أسلوب التحليل التجمعي (Pooled Data) من خلال: Ordinary Least Squares OLS غير ملائم وغير فعال لتقدير معاملات الدّراسة، في

حين استخدمت الباحثة Hausman Test للاختيار بين (Fixed Effect Model) و (Model Random Effect) على أساس فرضيّة العدم بأن جمع معاملات التقدير من خلال الأثر العشوائي لها نفس الكفاءة كتلك التي تم تقديرها من خلال الأثر الثابت.

إن رفض فرضيّة العدم يجعل من معاملات التقدير عن طريق الأثر الثابت أكثردقة وهذا لا يعني أن معاملات التقدير الناتجة عن نموذج الأثر العشوائي غير فعالة (Gujarati, 2003) ولقبول فرضيّة العدم يجب أن لا يكون لقيمة Chi2 أي دلالة إحصائيّة. وتم الاعتماد على اختبار (Variance Inflation Factor :VIF) لمعاينة التعدديّة الخطيّة (multicollinearity) للانحدار المشترك. وتم إجراء اختبار (Breusch-Pagan Test) للكشف عن مشكلة ال (Heteroskedasticity) وهي مشكلة عدم تجانس التباين.

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

5-1 مقدمة

5-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدّراسة

5-3 نتائج تحليل نموذج الدّراسة

5-3-1 نتائج التحليل لعينة الدّراسة كاملة

5-3-2 نتائج تحليل أثر خصائص الشركة على سرعة التعديل

الفصل الخامس

تحليل البيانات ومناقشة النتائج

5-1 مقدمة

بعد أن تم استعراض منهجيّة الدّراسة في الفصل السابق، جاء هذا الفصل ليتضمن عرض نتائج التحليل الوصفي واختبار الارتباط بين متغيرات الدّراسة، بالإضافة إلى عرض نتائج تقدير معادلة الانحدار باستخدام (Panel Data Analysis)، و (Pooled Data Analysis) الذي يتم تقديره باستخدام أسلوب الأثر العشوائي (Random Effect Model) وأسلوب الأثر الثابت (Fixed Effect Model). بعد ذلك استخدمت الدّراسة الاختبارات الملائمة للتأكد من مدى ملاءمة البيانات لنموذج التحليل ومعادلة الانحدار، ومن أجل اختيار أسلوب التحليل الأفضل والأكثر ملاءمة مع بيانات الدّراسة، فقد تم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier Test(LM)) واختبار (Hausman Test).

5-2 التحليل الوصفي لمتغيرات الدّراسة

يتناول هذا الجزء من الفصل أهم الإحصاءات الوصفيّة لمتغيرات الدّراسة مثل المتوسطات الحسابيّة والانحرافات المعياريّة إضافة إلى عدد من المؤشرات الأخرى لمتغيرات الدّراسة، حيث يبين الجدول رقم (1.5) الوصف الإحصائي للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة المتمثلة ب (53) شركة صناعيّة مدرجة في بورصة عمان.

الجدول رقم (1.5)

نتائج التحليل الوصفي لمتغيرات الدّراسة

Variables	Mean	Std.Dev	Minimum	Maximum
LEV	31.786	20.325	0.44	88.74
SZ	16.447	1.391	13.058	20.925
MB	1.502	1.044	0.179	7.74
NDTS	0.035	0.030	0	0.256
FCF	0.089	0.153	−0.581	0.765
PROF	0.029	0.113	−0.476	0.84
DIVID	0.073	0.129	−0.19	0.8

Observations (n) - 570.

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

تدل النتائج المبينة في الجدول رقم (1.5) أن:

- متوسط **الرفع المالي (Lev)** لهيكل رأس المال الأمثل للشركات الصناعيّة الأردنيّة بلغ (31.786)، في حَين بلغ متوسط الرفع المالي (0.38) في شركات الولايات المتحدة والشركات الألمانيّة (Rajan and Zingales,1995) ، وقد تراوحت هذه النسبة بين (0.44) كحد أدنى و(88.74) كحد أقصى تقريبا. وبانحراف معياري يقدر بحوالي (20.325)، وهذا يدل على التفاوت الكبير في نسب الرفع المالي بين الشركات الصناعيّة المدرجة في بورصة عمان، ويعزى ذلك إلى التفاوت في قدرة الشركات في الحصول على التمويل بالدين لأسباب عديدة منها حجم الشركة وربحيتها ومستوى المخاطر التي تواجهها.

- ويلغ متوسط **حجم الشركة (Sz)** للشركات الصناعيّة في الأردن (16.447) مليون دينار، وبانحراف معياري يقدر بحوالي (1.391) وقد تراوحت هذه النسبة بين (13.058) كحد

أدنى و (20.925) كحد أقصى تقريبا. ويعزى ذلك التفاوت الكبير في حجم الشركات الصناعيّة الأردنيّة، نتيجة لتفاوت قدرة الشركات بالتمويل بالدين أو عن طريق حقوق الملكيّة.

- وكان متوسط **فرص النمو(MB)** للشركات الصناعيّة في الأردن يساوي (1.502)، وبانحراف معياري يقدر بحوالي (1.044)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (0.179) كحد أدنى و(7.74) كحد أقصى تقريبا، الأمر الذي يؤكد اختلاف سياسات توزيع الأرباح لدى الشركات الصناعيّة الأردنيّة، فبعض الشركات تلجأ إلى توزيع الأرباح لكي تحافظ على استقطاب المستثمرين الراغبين بالحصول على إيراد بشكل دوري، بينما ترغب شركات أخرى في احتجاز الأرباح لتمويل الأنشطة المختلفة لغايات التوسع من أموال الملكيّة لتتجنب بذلك التمويل بالدين حيث تهدف هذه الشركات إلى تحقيق أقصى مستوى من النمو في المستقبل.

- وبلغ متوسط **الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد(NDTS)** للشركات الصناعيّة الأردنيّة (0.035)، وبانحراف معياري يقدر بحوالي (0.030)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (0) كحد أدنى و (0.256) كحد أقصى تقريبا. ويعتبر هذا المتوسط مرتفع مقارنة مع القطاعات الأخرى مثل قطاع التأمين بسبب احتواء الشركات الصناعيّة على الآلات والمعدات والتي يكون عليها استهلاكات سنويّة.

- بينما كان متوسط **التدفق النقدي الحر(FCF)** للشركات الصناعيّة الأردنيّة يساوي (0.089)،وبانحراف معياري يقدر بحوالي (0.153)، وقد تراوحت هذه النسبة بين -(0.581) كحد أدنى و(0.765) كحد أقصى تقريبا. وهذا يبين بوضوح بأن الشركات الصناعيّة ترتبط باستثمارات مستقبليّة بشكل مستمر بحيث تحقق أكبر فائدة من صافي النقد

الآتي من عمليات التشغيل وبأفضل فرصة بديلة، كما أن صافي النقد الآتي من عمليات الاستثمار يشكل إيراداً مهماً لها.

- بلغ متوسط الربحيّة (Prof) للشركات الصناعيّة الأردنيّة (0.029)، وهي نسبة منخفضة نسبيا، وبانحراف معياري يقدر بحوالي (0.113)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (-0.476كحد أدنى و(0.84) كحد أقصى تقريبا. وهذا يدل على الاختلاف الكبير في الربحيّة بين الشركات الصناعيّة الأردنيّة، نتيجة لاختلاف الفرص الاستثماريّة المربحة من شركة إلى أخرى.

- بلغ متوسط **توزيع الأرباح (Divid)** للشركات الصناعيّة الأردنيّة (0.073)، وبانحراف معياري يقدر بحوالي (0.129)، وقد تراوحت هذه النسبة بين (-0.19)كحد أدنى و(0.8) كحد أقصى تقريبا.

3-5 نتائج تحليل نموذج الدّراسة

إن مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) هي من إحدى المشكلات التي تواجه التحليل الإحصائي لمعاملات الإنحدار، وهذه المشكلة تنتج عن الارتباط القوي بين المتغيرات المستقلة للدراسة والذي يمكن أن ينتج عنه تشويه العلاقة بين أحد المتغيرات والمتغير التابع، كما تجعل من الصعب اختبار وتقدير الفرضيات حول التأثير الفردي في معاملات الانحدار غير الممكنة، وبالتالي يصبح هناك صعوبة في تحديد الآثار المنفصلة للمتغيرات، فالارتباط المتعدد يجعل معاملات الانحدار غير معرفة أو غير مستقرة وذلك ما يجعل الأخطاء المعياريّة للمعاملات ضخمة، مما يجعلها لا تختلف إحصائيا عن الصفر(Gujarati,2003). ولتقييم مشكلة الارتباط المتعدد (Multicollinearity) في هذه الدّراسة تم الاعتماد على اختبار

(Variance Inflation Factor(VIF)) الذي يبين الدرجة التي يفسر بها كل متغير مستقل بالمتغيرات المستقلة الأخرى، وكأساس عام إذا كان VIF>10 فإن هذا يشير إلى وجود ارتباط متعدد (Gujarati,2003). ويبين الجدول رقم (2.5) نتائج اختبار(VIF) لمتغيرات الدّراسة، وتشير النتائج إلى أن متوسط VIF لجميع المتغيرات بلغ (1.31)، وتتراوح قيمة VIF بين أعلى قيمة (1.65) وأدنى قيمة (1.11)، مما يؤكد غياب مشكلة الارتباط المتعدد.

الجدول رقم (2.5): نتائج اختبار VIF

Variables	VIF	1/VIF
TRDEV	1.18	0.875847
SZ	1.29	0.774992
MB	1.11	0.897272
NDTS	1.14	0.880011
FCF	1.3	0.767878
PROF	1.55	0.647046
DIVID	1.65	0.607363
Mean VIF	1.31	

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

وبهدف التأكد من مدى تجانس تباين معامل الخطأ (Error Term)، قامت الدّراسة باستخدام أسلوب اختبار (Breusch–Pagan Test) للكشف عن مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)، حيث تم إجراء هذا الاختبار على معامل الخطأ في تقدير معاملات الانحدار باستخدام أسلوب التحليل التجميعي (Pooled Data Analysis)، وقد أشارت النتائج إلى أن بيانات الدّراسة لا تعاني من مشكلة عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)، حيث لم يكن ل (Chi2) والذي بلغت قيمته (3.80) أي دلالة إحصائيّة عند مستوى 5%، وبناءً على ذلك يتم قبول فرضيّة العدم في أن تباين معامل الخطأ متجانس أو ثابت، وبالرغم من أن معامل الخطأ لم يكن ذا توزيعا طبيعيا إلا أن حجم البيانات وعدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين

(Heteroskedasticity) لم يجعل من عدم تحقيق هذه الفرضيّة مشكلة إحصائيّة في تفسير نتائج الدّراسة، فبعدد مشاهدات أكبر من (30) مشاهدة وتجانس الخطأ المعياري يمكن تفسير نتائج الدّراسة (Gujurati,2003) و(Greene,2003).

5-3-1 نتائج التحليل لعينة الدّراسة كاملة:

يتناول هذا الجزء نتائج تحليل الانحدار باستخدام أسلوب (Pooled Ordinary Least Square(POLS)) ، ونموذج الأثر العشوائي(Random Effect Model) ونموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) وهي النماذج القياسيّة التي يمكن استخدامها لتحليل البيانات من نوع (Panel Data)، كما تم استخدام اختبار (Lagrange Multiplier Test(LM)) واختبار (Hausman Test)، وذلك بهدف اختيار النموذج الأفضل لتحليل النتائج.

تشير النتائج في الجدول رقم (3.5) أن تقدير نموذج الدّراسة باستخدام (Panel Data Analysis) أفضل من (Pooled Data Analysis)، وذلك بالاعتماد على نتائج اختبار (Lagrange Multiplier Test(LM)) حيث تبين أن chi2 كانت ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى الدلالة 1%، وهذا يؤكد رفض فرضيّة العدم في أن التباين المقطعي (Cross-Sectional Variance) يساوي صفراً، مما يدل على وجود أثر للعوامل الفرديّة وعامل الزمن (Time Specific Effects & Individual)، وهذا يجعل من استخدام (Panel Data Analysis) أفضل وأدق لمعاملات الدّراسة، وبناءً على ما جاء في نتائج اختبار (Hausman Test) نجد أن استخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من استخدام نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) لتقدير معاملات الدّراسة، إذ وجد اختبار

(Hausman Test) ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى 1%، وعليه لابد من رفض فرضيّة العدم في أن جميع معاملات التقدير من خلال الأثر العشوائي لها نفس الكفاءة كتلك التي تم تقديرها من خلال الأثر الثابت. وبالتالي تم استخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) لتحليل معاملات الدّراسة، وبالرغم من عرض نتائج التقدير باستخدام الطرق القياسيّة الثلاثة لتقدير معاملات الانحدار، فإن مناقشة النتائج ستقتصر فقط على نتائج النموذج القياسي الأفضل لمعالجة بيانات الدّراسة.

جدول رقم (3.5): نتائج تحليل نموذج الدّراسة لعينة الدّراسة كاملة

	Fixed Effect Model	Random Effect Model
Constant	-77.663 (0.000)*	-27.754 (0.000)*
TRDEV	0.321 (0.000)*	0.387 (0.000)*
SIZ	0.374 (0.000)*	0.142 (0.000)*
MB	0.108 (0.076)***	0.116 (0.036)**
NDTS	-0.758 (0.281)	-0.519 (0.367)
FCF	0.570 (0.870)	-3.740 (0.327)
PROF	-0.375 (0.000)*	-0.321 (0.000)*
DIVID	-0.218 (0.000)*	-0.173 (0.002)*
R-sq	0.533	0.666
F-statistic	39.82 (0.000)	1118.74 (0.000)
LM test	Chi2 statistic = 24.07 Prob > Chi2 = (0.000)	
Hausman test	Chi2 statistic = 403.51 Prob > Chi2 = (0.000)	
B-P Test Hetroskedastcity	Chi2 statistic = 3.80 Prob > Chi2 = (0.051)	

*,**,*** denote variable is significant at 1%,5%,10% level.

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

تبين نتائج تحليل عينة الدّراسة في الجدول رقم (3.5) لتقدير النموذج القياسي للدراسة رقم (1-4) لعينة الدّراسة كاملة أن:

- معامل الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف كان ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى 1% ، وهو ما يدل على أن الشركات الصناعيّة تحدد مستوى أمثل لهيكل رأس المال تحاول من خلاله تعظيم قيمة الشركة، وإن انخفاض قيمة معامل التقدير والبالغ 0.321 تدل على أن الشركات تقوم بتصحيح أي انحراف عن التوقعات، ويعزى ذلك إلى ارتفاع تكاليف الإفلاس وخصوصا أن البنوك الأردنيّة تتبع سياسات انتخابيّة متشددة إضافة إلى غياب سوق السندات المتطور في الأردن (Zurigat & Mulla,2011)، أضف إلى ذلك انخفاض منافع الدين إذ أن المظلة الضريبيّة تستفيد منها الشركات الرابحة علاوة على وجود اقتطاعات أخرى يمكن أن تستفيد الشركات منها.

- هناك علاقة إيجابيّة-ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى (1%) بين مستوى الرفع المالي **وحجم الشركات** الصناعيّة، وقد توافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسات (Rajan and Zingales,1995) و (Bevan and Danbolt,2004) ، وتوافقت أيضا مع ما أشار إليه (Myers and Maljuf,1984) بالاعتماد على نظريّة تبادل المنفعة (Trade-off Theory)، إلاّ أن الشركات الأردنيّة الكبرى تقوم بتنويع مصادر تمويلها لأنها تمتلك تدفقات نقديّة تتسم بالثبات وهذا بدوره يقلل من احتماليّة حدوث الإفلاس لها والمخاطر الماليّة المرتبطة بها مقارنة مع الشركات الأردنيّة الصغرى، لذلك تفضل استخدام الدين في تمويل هيكل رأس المال(Titman and Wessels,1988). وتعزو الباحثة هذا التوافق إلى أنّ الشركات الكبرى تمتلك موارد وأصول ماليّة متنوعة والتي تزيد من ملاءتها الماليّة، بالإضافة

إلى أن الشركات الكبرى أكثر تنوعا في استثماراتها وأقل تذبذبا في عوائدها، مما يؤدي إلى التقليل من المخاطر الماليّة المتعلقة بها، وهذا بدوره يزيد من قدرتها على تحمل نسب المديونيّة العاليّة في هيكل رأس المال من الشركات الصغرى، وجميع هذه العوامل تعمل على تشجيع المقرضين لتقديم القروض وشراء سندات هذه الشركات لثقتهم العاليّة بها.

- هناك علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى (10%) بين مستوى الرفع المالي **وفرص النمو** للشركات الصناعيّة، وتوافقت هذه النتيجة مع دراسة (Jean,2004) و (Wolfgang & Roger, 2003) ، واختلفت هذه النتيجة مع نظريّة (Pecking Order Theory) والتي ترى أن الشركات تلجأ في البدايّة إلى مصادر التمويل الداخليّة المتمثلة بالأرباح المحتجزة، ومن ثم إلى مصادر التمويل الخارجيّة من ديون وإصدارات جديدة عند الحاجة للتمويل (Myers,1984). كما اختلفت هذه النتيجة مع دراسة (Titman and Wessels,1988) و(Rajan and Zingales,1995). فسّر (Myers, & Majluf, 1984) هذه النتيجة بأن التمويل الداخلي في الشركات المتنامية قد لا يكفي لتمويل فرصها الاستثمارية الموجبة وبالتالي، تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجية عن طريق الدّين بسبب انخفاض تكاليف المعلومات المرتبطة به.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي **والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد**، وتفسر هذه النتيجة إلى عدم وجود أهميّة تذكر للدروع الضريبيّة المتأتيّة من هذه الوفورات مقارنة مع الدروع المتشكلة من التمويل بالدين، وقد اختلفت هذه النتيجة مع دراسة (Ozkan,2001) ودراسة (Titman & Wessels,1988)، والتي ترى أنه يوجد علاقة سلبيّة بين هيكل رأس المال الممول عن طريق الدين والوفورات الضريبيّة من دون الفوائد

حيث دعمت نظريّة (Trade-off Theory) هذه النتيجة بسبب أن التمويل بالدين يعتمد على المفاضلة بين المنفعة المتأتيّة من الدروع الضريبيّة مقارنة مع التكلفة الناتجة عن مصاريف الفوائد والأمر نفسه ينطبق على الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد.

- لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي **والتدفق النقدي الحر** للشركات الصناعيّة الأردنيّة، واختلفت هذه النتيجة مع دراسة (Sarma et al,2010) والتي ترى أنه يوجد علاقة إيجابيّة. وتعزو الباحثة هذا الاختلاف إلى تعدد مصادر الدخل في الشركات الصناعيّة وعدم تركيزها فقط على التدفقات الناتجة من عمليات التشغيل، حيث يشكل التدفق النقدي الناتج عن عمليات الاستثمار مصدرا ذا أهميّة كبرى في عمليات التمويل.

- هناك علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى (1%) بين مستوى الرفع المالي وربحيّة الشركات الصناعيّة، وتوافقت هذه النتيجة مع نتائج دراسات كلا من (Titman & Wessels,1988) و (Rajan and Zingles,1995) و (Ozkan,2001). وتفسر الباحثة هذه النتيجة بعدم رغبة إدارة الشركات على تحمل أعباء ومصاريف ماليّة في حالة توفر السيولة الناتجة عن الزيادة في الأرباح، فتلجأ لاستغلال هذه الأرباح في عمليات النمو والتوسع بدلا من التمويل بالدين. كما توافقت هذه النتيجة مع نظريّة Pecking Order Theory والتي ترى أن الشركات تلجأ في البدايّة إلى مصادر التمويل الداخلي المتمثل بالأرباح المحتجزة، ومن ثم إلى مصادر التمويل الخارجي من ديون وإصدارات جديدة، لذلك فإن الشركات التي تحقق مستوى مرتفع من الربحيّة تستخدم مصادر التمويل الداخلي (Myers,1984).

- هناك علاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى (1%) بين مستوى الرفع المالي **وتوزيع الأرباح** في الشركات الصناعيّة، وتوافقت هذه النتيجة مع دراسة (Zurigat,2009) بينما اختلفت مع دراسة (Ahmad and Abbas,2011) ، كما توافقت هذه النتيجة مع نظريّة تبادل المنفعة (Trade-off Theory)، أي أن توزيع الأرباح في الشركة يؤثر سلبا في قدرتها على استخدام الدين لتمويل استثماراتها، وهذا يدل على أن الشركة التي توزع نسبة عاليّة من الأرباح معرضة لمخاطر الإفلاس وبالتالي تحد من رغبتها في استخدام الدين. وبناءً على ذلك، فإن الشركات الصناعيّة الأردنيّة قد توزع أرباحا بنسب منخفضة لتتجنب مخاطر الإفلاس.

5-3-2 نتائج تحليل أثر خصائص الشركة على سرعة التعديل:

تبين الكثير من الدراسات في الدول الناميّة والمتقدمة على حد سواء أن خصائص الشركة قد تؤثر بالمستوى الأمثل لهيكل رأس المال الأمر الذي يساهم في تعظيم القيمة السوقيّة للشركة، ويعود ذلك إلى أن الشركات الكبيرة أكثر ربحيّة وأكثر تنوعا مما يجعلها أقل عرضة لاحتماليّة الإفلاس من الشركات الصغيرة (Titman & Wessels,1988).

ولاختبار أثر خصائص الشركة على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل تم تقسيم عينة الدّراسة إلى شركات صغيرة وأخرى كبيرة، باستخدام المتغير الوهمي التفاعلي (Interaction Dummy Form) وذلك للمتغيرات التي وجدت ذات دلالة إحصائيّة فقط وهي: حجم الشركة، وفرص النمو، والربحيّة، وتوزيع الأرباح، حيث تم استقصاء أثر الحجم على أساس الوسط الحسابي للوغاريتم الطبيعي للموجودات الكليّة، بحيث أعطي رقم واحد للشركات التي يكون اللوغاريتم الطبيعي لموجوداتها الكليّة أكبر من الوسط الحسابي وصفرا لباقي الشركات، في

حين تم استقصاء أثر فرص النمو على أساس إعطاء الرقم واحد للشركات التي كانت نسبة قيمتها السوقيّة إلى قيمتها الدفتريّة أكبر من واحد وصفرا لباقي الشركات، أما بالنسبة لاستقصاء أثر الربحيّة فقد تم إعطاء الرقم واحد للشركات ذات الربحيّة الموجبة وصفرا للشركات ذات الربحيّة السالبة، وأخيرا تم استقصاء أثر توزيع الأرباح على أساس إعطاء الرقم واحد للشركات التي توزع أرباحا وصفرا للشركات التي لم تقم بتوزيع أرباح.

سنعرض هنا نتائج تحليل نموذج الدّراسة بالنسبة للشركات الكبيرة والصغيرة، ووجدنا أن نتائج التحليل باستخدام (Panel Data Analysis) أفضل من (Pooled Data Analysis)، وذلك بالاعتماد على نتائج اختبار ((Lagrange Multiplier Test (LM))، وبالاعتماد على نتائج اختبار (Hausman Test) وجدنا أن استخدام نموذج الأثر الثابت (Fixed Effect Model) أفضل من استخدام نموذج الأثر العشوائي (Random Effect Model) لتقدير معاملات الدّراسة. وستوضح الجداول الآتيّة نتائج تحليل نموذج الدّراسة للشركات الكبيرة والصغيرة، حيث ستعرض فقط نتائج التقدير القياسي الذي وجد أكثر ملاءمة وكفاءة لبيانات الدّراسة بالنسبة للشركات الصغيرة والكبيرة كما هو واضح في المعادلات التاليّة:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TRDEV_{it-1} + \alpha_2 D_{s3} + \alpha_3(D_{s3}*TRDEV_{it-1}) + \beta_0 + \beta_1*Size_{it-1} + \beta_2*Prof_{it-1} + \beta_3*Grow_{it-1} + \beta_4*FCF_{it-1} + \beta_5*NDTS_{it-1} + \beta_6*Div_{it-1} + e_{it}$$

فالشركات الكبيرة سيكون حساب معاملات التقدير بالنسبة لأثر الحجم على النحو التالي:

$$LEV_{it} = (\alpha_0 + \alpha_2) + (\alpha_1 + \alpha_3)TRDEV_{it-1} + \beta_0 + \beta_1 * Size_{it-1} + \beta_2 * Prof_{it-1} + \beta_3 * Grow_{it-1} + \beta_4 * FCF_{it-1} + \beta_5 * NDTS_{it-1} + \beta_6 * Div_{it-1} + e_{it}$$

أما الشركات الصغيرة سيكون حساب معاملات التقدير على النحو التالي:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TRDEV_{it-1} + \beta_0 + \beta_1 * Size_{it-1} + \beta_2 * Prof_{it-1} + \beta_3 * Grow_{it-1} + \beta_4 * FCF_{it-1} + \beta_5 * NDTS_{it-1} + \beta_6 * Div_{it-1} + e_{it}$$

ويتم تطبيق ذلك على جميع خصائص الشركة التي وجدت ذات دلالة إحصائيّة.

- **نتائج تحليل أثر الحجم:**

جدول رقم (4.5) نتائج تحليل نموذج الدّراسة للشركات

Variables	Coef.
Constant	18.206 (0.000)*
TRDEV	0.328 (0.000)*
DSZ	-51.013 (0.108)
INTSZ	0.117 (0.063)**
MB	0.080 (0.189)
NDTS	-1.277 (0.059)**
FCF	-0.715 (0.837)
PROF	-0.337

الصغيرة والكبيرة (تحليل أثر الحجم)

	(0.000)*
DIVID	-0.209 (0.000)*
R-sq	0.557
F-statistic	34.83
LM test	Chi2 statistic = 24.56 Prob > Chi2 = (0.000)*
Hausman test	Chi2 statistic = 395.61 Prob > Chi2 = (0.000)*

*,**,*** denote variable is significant at 1%,5%,10% level.

-المصدر : بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

يظهر من الجدول (4.5) بأن المتغير الوهمي التفاعلي (Interaction Dummy Form) الذي يوضح أثر الحجم كان ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى (5%) وهذا يدل على أن هناك أثرا للحجم على سرعة التعديل حيث بلغ قيمة المتغير الوهمي التفاعلي (0.117)، وبالتالي سيكون معامل الرفع المالي في الفترة السابقة (TRDEVit-1) بالنسبة للشركات الكبيرة (0.328 0.445 = 0.117 +) وهذا يدل على أن معدل سرعة التعديل ستكون (1- 0.445 = 0.555) مما يدل على أن الشركات الكبيرة تمتاز بانخفاض سرعة التعديل لهيكل رأس المال الأمثل مقارنة بالشركات الصغيرة التي يبلغ معدل سرعة التعديل فيها (0.672 = 0.328 -1)، أما بالنسبة للمتغير الوهمي لحجم الشركة فلم يكن له أيّة دلالة إحصائيّة وهذا يدل على أن أثر الحجم على سرعة التعديل سببه الميل وليس المقطع. ويعزى ذلك إلى أن الشركات الكبيرة أكثر تنوعا وأقل احتماليّة للإفلاس نظرا لامتلاكها للكثير من الموجودات الثابتة التي يمكن أن تستخدم لضمان الدين وهذا ما يؤدي إلى انخفاض تكاليف الدين مما يزيد من الحافز لدى الشركات لتصحيح أي انحرافات عن المستوى الأمثل وهذا يمكن الاستدلال عليه من خلال ما توصلت إليه الدّراسة من نتائج تقدير نموذج المتغير الوهمي التفاعلي فقد وجد معامل المتغير الوهمي التفاعلي ذات دلالة إحصائيّة عند مستوى 5% وموجبا مما يجعل قيمة معامل التعديل تساوي (0.328+0.117=0.445).

• نتائج تحليل أثر فرص النمو

جدول رقم (5.5) نتائج تحليل نموذج الدّراسة للشركات

الكبيرة والصغيرة (تحليل أثر فرص النمو)

Variables	Coef.
Constant	-78.378 (0.000)*
TRDEV	0.331 (0.000)*
DMB	-1.170 (0.565)
INTMB	0.141 (0.046)**
SIZ	0.379 (0.000)*
NDTS	-0.704 (0.316)
FCF	0.385 (0.912)
PROF	-0.373 (0.000)*
DIVID	-0.223 (0.000)*
R-sq	0.532
F-statistic	35.19
LM test	Chi2 statistic = 24.13 Prob > Chi2 = (0.000)*
Hausman test	Chi2 statistic = 399.44 Prob > Chi2 = (0.000)*

*,**,*** denote variable is significant at 1%,5%,10% level.

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

يظهر من الجدول رقم (5.5) بأن المتغير الوهمي التفاعلي (Interaction Dummy Form) الذي يوضح أثر فرص النمو كان ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى (5%) وهذا يدل على ان هناك أثرا لفرص النمو على سرعة التعديل حيث بلغت قيمة المتغير الوهمي التفاعلي (0.141) وبالتالي سيكون معامل الرفع المالي في الفترة السابقة (TRDEVit-1) بالنسبة للشركات الكبيرة (0.472 = 0.141 + 0.331) وهذا يدل على أن معدل سرعة التعديل سيكون (0.528 = 0.472 – 1) مما يدل على أن الشركات الكبيرة تمتاز بانخفاض سرعة التعديل لهيكل رأس المال الأمثل مقارنة بالشركات الصغيرة التي يبلغ معدل سرعة التعديل فيها (0.669 = 0.331 – 1)، أما بالنسبة للمتغير الوهمي لفرص نمو الشركة فلم يكن له أيّة دلالة إحصائيّة وهذا يدل على ان أثر فرص النمو على سرعة التعديل سببه الميل وليس المقطع.

- نتائج تحليل أثر الربحيّة

جدول رقم (6.5) نتائج تحليل نموذج الدّراسة للشركات

الكبيرة والصغيرة (تحليل أثر الربحيّة)

Variables	Coef.
Constant	-66.961 (0.001)*
TRDEV	0.352 (0.000)*
DPROF	-6.358 (0.000)*
INTPROF	0.057 (0.622)
SIZ	0.341 (0.000)*
MB	0.120 (0.053)**
FCF	-1.141 (0.743)
NDTS	-0.518 (0.467)
DIVID	-0.249 (0.000)*
R-sq	0.570
F-statistic	34.07
LM test	Chi2 statistic = 17.77 Prob > Chi2 = (0.000)*
Hausman test	Chi2 statistic = 255.87 Prob > Chi2 = (0.000)*

*,**,*** denote variable is significant at 1%,5%,10% level.

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

يظهر من الجدول رقم (6.5) بأن المتغير التفاعلي الوهمي الذي يوضح أثر الربحيّة لم يكن ذا دلالة إحصائيّة، وهذا يدل على أن ليس هناك أثر للربحيّة على سرعة التعديل، أما بالنسبة للمتغير الوهمي لربحيّة الشركة فقد كان ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى (1%) حيث بلغ قيمة المتغير الوهمي (6.358-) وبالتالي سيكون المقدار الثابت (Constant) بالنسبة للشركات الكبيرة (73.319- =(6.358-)+66.961-) وهذا يدل على عدم وجود فرط في سرعة التعديل بالنسبة للشركات الكبيرة، أي أنه لا يوجد تأثير للشركات الرابحة وغير الرابحة بل يكون التأثير ناتج عن المقطع.

• نتائج تحليل أثر توزيع الأرباح

جدول رقم (7.5) نتائج تحليل نموذج الدراسة للشركات

الكبيرة والصغيرة (تحليل أثر توزيع الأرباح)

Variables	Coef.
Constant	-77.209 (0.000)*
TRDEV	0.342 (0.000)*
DDIV	-3.405 (0.012)*
INTDIV	0.118 (0.044)**
SIZ	0.377 (0.000)*
MB	0.096 (0.113)
FCF	0.849 (0.806)
NDTS	-0.718 (0.304)
PROF	-0.348 (0.000)*
R-sq	0.539
F-statistic	36.20

*,**,*** denote variable is significant at 1%,5%,10% level.

-المصدر: بالاعتماد على برنامج التحليل STATA.

يظهر الجدول رقم (7.5) بأن المتغير التفاعلي الوهمي الذي يوضح أثر توزيع الأرباح كان ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى (5%) وهذا يدل على أن هناك أثرا لتوزيع الأرباح على سرعة التعديل حيث بلغت قيمة المتغير الوهمي التفاعلي (0.118)، وبالتالي سيكون معامل الرفع المالي في الفترة السابقة (TRDEVit-1) بالنسبة للشركات الكبيرة = 0.118 + 0.342 (0.46) وهذا يدل على أن معدل سرعة التعديل سيكون (0.54 = 0.46 - 1) مما يدل على أن الشركات الكبيرة تمتاز بانخفاض معدل سرعة التعديل لهيكل رأس المال الأمثل مقارنة بالشركات الصغيرة التي يبلغ معدل سرعة التعديل فيها (0.658 = 0.342 - 1)، أما بالنسبة للمتغير الوهمي لتوزيع الأرباح فقد كان أيضا ذا دلالة إحصائيّة عند مستوى (1%) حيث بلغت قيمة المتغير الوهمي (3.405-) وبالتالي سيكون المقدار الثابت (Constant) بالنسبة للشركات الكبيرة (80.614- =(3.405-)+(77.209-).

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

6-1 مقدمة

6-2 النتائج

6-3 التوصيات

6-4 محددات الدّراسة

الفصل السادس

النتائج والتوصيات

6-1 مقدمة

تناول الفصل السابق من الدّراسة نتائج التحليل الإحصائي لبيانات الدّراسة، على مستوى العينة ككل وعلى مستوى الشركات الصغيرة والكبيرة، وبناءً عليه خصص هذا الفصل لعرض أبرز النتائج والتوصيات التي توصلت إليها نتائج التحليل باستخدام طرق قياسيّة تتلاءم مع طبيعة البيانات.

6-2 النتائج

بناء على ما توصلت إليه نتائج تحليل الدّراسة يمكن تلخيص النتائج كالآتي:

1. تشير نتائج التحليل الوصفي لبيانات الدّراسة أن الشركات الصناعيّة الأردنيّة تستخدم الدين بمتوسط (0.38) لتمويل استثماراتها.
2. يتأثر مستوى الرفع المالي للشركات الصناعيّة الأردنيّة بكل من الانحراف عن مستوى الدين المستهدف، وحجم الشركة، وفرص النمو، والربحيّة وتوزيع الأرباح، ولا تتأثر بكل من الوفورات الضريبيّة من دون الفوائد والتدفق النقدي الحر.
3. يعتبر التمويل من خلال الدين أحد الأساليب الفعالة للتقليل من أثر مشكلة الوكالة (Agency Problem) بين مدراء الشركات الصناعيّة والمساهمين والذي ينتج عن وجود نسبة مرتفعة من التدفق النقدي الحر لدى هذه الشركات.

4. إن معامل الانحرافات عن مستوى الدين المستهدف كان ذا دلالة إحصائيّة ، وهذا يؤكد أن الشركات الصناعيّة تحدد مستوى أمثل لهيكل رأس المال تحاول من خلاله تعظيم قيمة الشركة.

5. يؤثر حجم الشركة بشكل إيجابي على مستوى الرفع المالي، وهذا يوحي بأن الشركات الصناعيّة الكبرى تفضل اللجوء إلى التمويل بالدين عند الحاجة لما لها من قدرة على الوفاء بالالتزامات.

6. إن ربحيّة الشركة ترتبط بعلاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة مع مستوى الرفع المالي، وسبب ذلك هو لجوء الشركات الصناعيّة لاستغلال الأرباح المحتجزة في عمليات التمويل والاستثمار بدلا من اللجوء إلى التمويل بالدين.

7. وجود علاقة إيجابيّة ذات دلالة إحصائيّة بين مستوى الرفع المالي وفرص نمو الشركة، وهذا يدل على أن الشركات الصناعيّة تعتمد في تمويل فرص النمو المستقبليّة لها على التمويل بالدين بشكل أكبر من اعتمادها على الأرباح المحتجزة وإصدارات الأسهم.

8. إن توزيع الأرباح في الشركات الصناعيّة يرتبط بعلاقة سلبيّة ذات دلالة إحصائيّة مع مستوى الرفع المالي، أي أن توزيع الأرباح في الشركة يؤثر سلبا في قدرتها على استخدام الدين لتمويل استثماراتها، وهذا يدل على أن الشركة التي توزع نسبة عاليّة من الأرباح معرضة لمخاطر الإفلاس وبالتالي تحد من رغبتها في استخدام الدين. وبناءً على ذلك، فإن الشركات الصناعيّة الأردنيّة قد توزع أرباحا بنسب منخفضة لتتجنب مخاطر الإفلاس.

9. وجود أثر واضح لكل من حجم الشركة، وفرص النمو، وتوزيع الأرباح على سرعة تعديل هيكل رأس المال الأمثل.

3-6 التوصيات

بناء على ما سبق توصي الدّراسة بما يلي:

1. على الشركات الصناعيّة الأردنيّة الأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ قرار بخصوص زيادة ديونها أو تخفيضها أثر ذلك على خصائص الشركة.
2. على مديري الشركات الصناعيّة الأردنيّة العمل على توزيع الأرباح في حال ارتفاع معدل التدفق النقدي الحر، ومن ثم اللجوء إلى التمويل بالدين للحد من صراع الوكالة داخل الشركات.
3. على الشركات الصناعيّة الأردنيّة الناشئة والتي تمتلك فرص مستقبليّة اللجوء إلى التمويل بحقوق الملكيّة وتجنب التمويل بالدين لما له من تكاليف مرتفعة نسبيا مقارنة مع التكاليف المترتبة على الشركات الأخرى.
4. تشجيع إدارة الشركات الصناعيّة على زيادة الانفاق في البنود التي تشكل الدروع الضريبيّة المختلفة مثل صندوق دعم التدريب والتعليم المهني والتقني وصندوق دعم البحث العلمي.
5. ضرورة إجراء المزيد من الدراسات المتعلقة في مجال محددات هيكل رأس المال الأمثل، لتشمل القطاعات الاقتصاديّة الأخرى في بورصة عمان، وأيضا التأمين، والخدمات للوقوف على مدى التباين لمحددات هيكل رأس المال الأمثل في هذه القطاعات.
6. ضرورة اتخاذ الإجراءات اللازمة والضروريّة لتخفيض القيود المفروضة على الشركات، ومحاولة إزالة العوائق التي تواجهها، بالإضافة إلى زيادة مستوى الإفصاح في الشركات للحد من مشكلة الوكالة.

4-6 محددات الدّراسة

في ختام هذه الدّراسة نذكر أهم الصعوبات التي واجهتها الباحثة عند جمع وتحليل البيانات، وهي كالآتي:

1. اقتصرت الدّراسة على القطاع الصناعي ولم تتطرق للقطاعات الأخرى، نظرا لخضوعها لقوانين وظروف مختلفة عن تلك الخاضع لها القطاع الصناعي.
2. اختلفت السياسات المحاسبيّة المستخدمة من شركة لأخرى، فلم تخضع لقوانين موحدة، وبالتالي ستؤثر هذه السياسات على سلامة النتائج وصحتها، وهي أمور خارجة عن إرادة الباحثة، ولم تستطع تجاوزها، وبالتالي تم استخدام الأرقام الواردة في التقارير السنويّة كما هي دون أي تعديل، وذلك لاحتساب النسب الماليّة في هذه الدّراسة.
3. اختيرت فترة الدّراسة من 2001 إلى 2012، لأنه من الصعب تغطيّة فترة دراسة أطول من ذلك، وخاصة أن الدّراسة تشتمل على (53) شركة صناعيّة. كما لم تتمكن الباحثة من الحصول على القوائم الماليّة لسنة 2013 و2014.

قائمة المراجع

- المراجع باللغة العربيّة
- المراجع باللغة الإنجليزيّة

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربيّة

أبو شرية، محمد توفيق. (2005). **محددات هيكل رأس المال: حالة دراسيّة عن الشركات المساهمة العامة الفلسطينيّة غير الماليّة**. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك ، اربد- الأردن.

بلعمي، مولود أسماء. (2012). **المرونة المالية وقرارات هيكل رأس المال في الشركات الصناعية المدرجة في سوق عمان المالي**. رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.

حنفي، عبد الغفار.(2004). **أساسيات التمويل والإدارة الماليّة**. الدار الجامعيّة. كليّة التجارة – جامعة الاسكندريّة. الاسكندريّة.

شلاش، سليمان والبقوم، علي والعون، سالم.(2008). **العوامل المحددة للهيكل المالي في شركات الأعمال:** حالة تطبيقيّة في الشركات المساهمة العامة الأردنيّة المدرجة في سوق عمان المالي للفترة 1997-2001. *مجلة المنارة*، المجلد 14، العدد1: ص ص45-82.

الكوفحي، خالد.(2013). **محددات هيكل رأس المال في شركات التأمين الأردنيّة**. رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك ، اربد- الأردن.

الميداني، محمد. (2004). **الإدارة التمويليّة للشركات**. مكتبة الكعيبات، الرياض العليا. المملكة العربيّة السعوديّة.

هنيدي، منير ابراهيم.(2008). **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات** . الطبعة الثانيّة، ص 218.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

African Economic Research Consortium. Nairobi. Ahmad, F. and Abbas, Z. (2011). Role of Firms Level Characteristics in Determining the Capital Structure of Banks: Evidence from the Pakistan Banks. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*,2(12): 201-2016.

Amman Stock Excange Website: www.ase.com.jo

Berk, A.(2005)." Drivers of Leverage in Solvenian Blu-Chip Firms and Stock Performance Following Substantial Debt Increases". *Working Paper* No.172, University of Ljubljana, Faculty of Economics.

Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J.,(2009). *Fundamentals of Corporate Finance*. 6 ed. New York: McGraw-Hill/Irwin.1. Modigliani, F & Miller, M. and. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, (June): pp 261-592, 1985.

Bhaduri, Saumitra (2002). Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure. *Journal of Economics and Finance*, 26, 200-215.

Buferna, F. Bangassa, K. and Hodgkinson, L.(2005). Determinants of Capital Structure: Evidence from Libya. The University of Liverpool.

Bernstein, I. & Nadiri, M.(1993). Growth in U.S Manufacturing. *Journal of Economics*, Vol.40, No.1, PP.197-215.

Bevan, A. & Danbolt, J. (2004). Testing for Inconsistencies in the Estimation of UK Capital Structure Determinants. *Applied Financial Economics*, 14(1), 55-66.

Brigham, E.& Ehrhardt, M.(2008). Financial Management: Theory and Practice, Thomson South-Westren Publishers, 12th Edition, USA.

Brudel, Josef.(2005). Panel Data Analysis. *University of Mannheim*. P: 02.

Brudel, Josef.(2005). Panel Data Analysis. *University of Mannheim*. P: 02.

Brailsford, .J. Oliver, B.R. & Pua, S.L.H.(2000). *Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure. Australian National University*. Available on http://ssrn.com.

Brigham F. Evgenc. (1985). *Financial Management*: Theory and Practice. First Edition, holt- Suandres, New Yourk.

Chen, L. and Jiany, G.(2001). The Determinants of Dutch Capital Structure Choices. Faculty of Business and Economics. University of Groningen. Netherlands.

Dorff, M.B. (2007). The Group Dynamics Theory of Executive Compensation. *Cardozo Law Review*, 28, pp. 1-77.

DeAngelo, H. & Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.

Donaldson , G.(1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Dept Policy& the Determination of Corporate Debt Capacity. Boston: Division of Research, Graduate School of business Administration, Harvard University.

Flannery, M and Hankins, K.(2007). A Theory of Capital Structure Adjustment Speed, *Working Paper*.

Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). Separation of Ownership & Control. Journal of Law & Economics. 2,301-325.

Gropp, R., & Heider, F. (2010). The Determinants of Bank Capital Structure. *Review of Finance*, 14(4), 587-622.

Ghassem, H. el al. (1994). An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence. *Journal of Business Finance and Accounting.* (21),1:1-13.

Gujarati, D.N., (2003). *Basic Econometrics* Fourth Edition, Irwin/McGraw-Hill: New York.

Greene, W.H. (2003*). Econometric Analysis.* Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.

Ha, J. H.(2011). Agency Costs of Free Cash Flow and Conditional Conservatism, Published Theses, Oklahoma State University, Published in: http://search.proquest.com

Haugen, R., and L. Senbet.(1977). The Insignificance of Bankruptcy Costs to the Theory of Optimal Capital Structure. *Journal of Finance*, 23, 383-393.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305- 360.

Jensen, M. (1986). Agency Cost Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Jensen, M. (1989). Eclipse of Public Corporation. *Harvard Business Review*, 67(5), pp. 61-74.

Jean, J.(2004). Determinants of Capital Structure of Chinese – Listed Companies. *Journal of Business*,Vol.57,No.1,PP.1341-1381.

Joshua, A. (2008). Determinants of the Capital Structure of Ghanaian Firms. Department of Finance University of Ghana Business School Legon. AERC Research Paper

Jensen , M.C. (1983). Organization Theory & Methodology Accounting Review. 50(1).

Kouki, M.& Ben Said, H.(2012): Capital Structure Determinants: New Evidence from French Panel Data. *International Journal of Business and Management*, 7(1): 214-229.

Kadapakkam, P., Kummar, P. & Riddick, L. (1998) The Impact of Cash Flows and Firm Size on Investment: the International Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 22, 293-320.

Khan, Z. S.(2010). Determinants of Capital Structure: Case of Listed Paint Manufacturing Companies. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*,2(6):253-271.

Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.

Myers, S. & Majluf, N. (1984). Corporate Finance and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do not Have. *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

Myers, S.C. (2001). Capital Structure. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.

Myers, S. C.(1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Volume 5, pp. 147-175.

Modigliani, F & Miller, M. and. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. American Economic Revie, 48, 261-297.

Modigliani, F & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital, A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.

Ozkan, A. (2001). Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1/2), 175-198.

Pettit, R. & Singer, R. (1985). Small Business Finance: A Research Agenda. Financial Management. Autumn. 47-60.

Rajan, R. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50, 1421-1460.

Stonehill,A.et al. (1975). Financial Goals in Debt Ratio Determinants: A survey of Practice in Five Countries. *Financial Management*, Autumn, PP.27-41.

Shegill, G. (2003). Does Industry Mater? The Evidence from New Zealand. Massey University Commerce, *Working Paper.*

Sarma, L.V & Lellapalli, Sarada & Lellapalli, Ramana V. (2010). Factors Influencing Capital Structures: An Analysis of Companies in Malaysia. *Unitar E-Journal*, 6(2): 10-19.

Sbeiti, Wafaa. (2010). The Determinates of Capital Structure: Evidence from GCC Countries. International Research Journal of Finance and Economics, Issue 47. Pp. 56-82.

Singhania, M and Seth, A. (2010). Financial Leverage and Investment Opportunities in India: An Empirical Study. International Research Journal of Finance & Economics, Vol. 40, pp:215-227.

Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

Timan, S. (1984). The Effect of Capital Structure on Firm's Liquidation Decision. *Journal of Financial Economics*.13,137-151.

Titman, S., & Tsyplakov, S. (2007). A Dynamic Model of Optimal Capital Structure Review of Finance, 11:401-451.

Welch, I.,(2011). Two Common Problems in Capital Structure Research: The Financial-Debt-To-Asset Ratio and Issuing Activity Versus Leverage Changes. *International Review of Finance*, 11(1), pp. 1-17.

Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *Journal of Finance*, 32, 337-347.

Wolfgeng, D. and Roger, F. (2003). What are the Determinants of the Capital Structure: Some Evidence of Switzerland. University of Basel. Switzerland.

Wellalage, N. & Locke, S. (2012). Capital Structure and its Determinants in New Zealand Firms. *Journal of Business Economics and Management*, Forthcoming 2013.

Zurigat, Z.(2009). Pecking Order Theory, Trade-Off Theory and Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Jordan. Heriot- Watt University School of Management and Languages.

Zurigat, Z. & Mwalla, M.(2011). Dynamic or Constant Movement toward the Target Capital Structure: Evidence from Jordanian Firms. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*. Vol 3. No 8.

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1):

الشركات الصناعيّة التي شملتها عينة الدّراسة

#	اسم الشركة
1	دار الدواء للتنميّة والاستثمار
2	الصناعيّة التجاريّة الزراعيّة / الانتاج
3	المتعددة للأعمال والمشاريع/مصانع المنظفات الكيماويّة العربيّة
4	الأردنيّة لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها
5	الوطنيّة لصناعة الصلب
6	العربيّة للمشاريع الاستثماريّة/العربيّة لتصنيع وتجارة الورق
7	الألبان الأردنيّة
8	العامة للتعدين
9	العربيّة لصناعة الألمنيوم/ارال
10	مصانع الأجواخ الأردنيّة
11	مصانع الخزف الأردنيّة
12	مصانع الورق والكرتون الأردنيّة
13	مناجم الفوسفات الأردنيّة
14	الأردنيّة لصناعة الأنابيب
15	المركز العربي للصناعات الدوائيّة
16	الجنوب لصناعة الفلاتر
17	الصناعات الكيماويّة الأردنيّة
18	العالميّة للصناعات الكيماويّة
19	الاستثمارات العامة
20	الصناعات والكبريت الأردنيّة\ جيمكو
21	الأردنيّة للصناعات الخشبيّة\ جوايكو
22	الوطنيّة لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائيّة
23	السلفوكيماويات الأردنيّة
24	مصانع الاسمنت الأردنيّة
25	البوتاس العربيّة
26	القريّة للصناعات الغذائيّة والزيوت النباتيّة\ شركة اتحاد الصناعات الكيماويّة والزيوت النباتيّة

الاقبال للاستثمار	27
العالميّة الحديثة للزيوت النباتيّة	28
الوطنيّة لصناعة الكلورين	29
الموارد الصناعيّة الأردنيّة	30
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	31
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائيّة	32
العربيّة للصناعات الكهربائيّة	33
الشرق الأوسط للصناعات الدوائيّة والكيماويّة والمستلزمات الطبيّة	34
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائر	35
رم علاء الدين للصناعات الهندسيّة	36
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	37
الوطنيّة للدواجن	38
المتكاملة للمشاريع المتعددة	39
الوطنيّة لصناعة الألمنيوم	40
المصانع العربيّة الدوليّة للأغذيّة والاستثمار	41
دار الغذاء	42
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسيّة والالكترونيّة والثقيلة	43
العربيّة لصناعة المواسير المعدنيّة	44
الاقبال للطباعة والتغليف	45
الاتحاد للصناعات المتطورة	46
مصانع الزيوت النباتيّة الأردنيّة	47
الدوليّة لصناعات السيليكا	48
شركة الترافرتين	49
الوطنيّة الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتيّة	50
الكابلات الأردنيّة الحديثة	51
الصناعات الصوفيّة	52
الدباغة الأردنيّة	53